全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Wall Street

华尔街实战译丛

［美］詹姆斯·P·奥肖内西／著
王丹 徐翌成 綦相 匡晓明／译

What Works on Wall Street

华尔街

股市投资经典



经济科学出版社
Economic Science Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Wall Street

华尔街实战译丛

[美] 詹姆斯·P·奥肖内西/著
王丹 徐翌成 綦相 匡晓明/译

What Works on Wall Street

华尔街

股市投资经典



经济科学出版社
Economic Science Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

华尔街股市投资经典：历史上最佳投资策略指南〔美〕奥肖内西（O'Shaughnessy,J.P.）著；王丹等译．－北京：经济科学出版社，1999.12
（华尔街实战译丛）
书名原文：What Works on Wall Street
ISBN 7-5058-1864-3

Ⅰ．华… Ⅱ．①奥…②王… Ⅲ．资本市场－投资－指南
Ⅳ．F830.9-62

中国版本图书馆 CIP 数据核字（1999）第 64961 号

华尔街股市投资经典

（修订版）

〔美〕詹姆斯·P·奥肖内西／著

王丹　徐翌成　綦相　匡晓明／译

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@public2.east.net.cn

（版权所有　翻版必究）

*

经济科学出版社出版、发行　新华书店经销

北京博诚印刷厂印刷

出版社电话：62541886　发行部电话：62568479

经济科学出版社暨发行部地址：北京海淀区万泉河路 66 号

邮编：100086

*

690 × 990 毫米　16 开　30.75 印张　350000 字

1999 年 12 月第一版　1999 年 12 月第一次印刷

印数：00001 — 10100 册

ISBN 7-5058-1864-3/F · 1330　定价：55.00 元

（图书出现印装问题，本社负责调换）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

等待

最有智慧的老师，

时间，

给予我们教导。

——巴里克斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

丛书序言

华尔街虽然只是美国纽约市的一条街道，但它的名字已成为全世界最大的金融中心的代称。那里聚集着全世界最大的商业银行家、投资银行家、基金经理、证券商、经纪人和各色金融家，吸引着世界各地数以亿兆的资金，每日进行着纷繁复杂的交易。就是这个地方对整个世界金融、贸易、经济产生着巨大的影响。有人夸张地说："在华尔街打个喷嚏，全世界都会感冒。"也有人形容说："在华尔街，你可以在几分钟之内倾家荡产。"这就使得长不过几公里的华尔街披上了神秘的面纱。

由于工作之故，我曾数次造访华尔街这个世界金融之都，当徜徉在华尔街熙来攘往的人流中时，我深感华尔街的力量并不在于它外在的华丽，而是由它内部的机制所致。要想真正的了解它、把握它，必须深入地研究它，否则就是去多少次也是枉然。自此，我就十分留心这方面的资料与书籍。恰巧今年经济科学出版社金融编辑室主任王书燕女士告诉我他们有出版一套华尔街丛书的计划，并邀我来做主编，兴致所在，我便欣然允诺，忝当此任。

目前这套丛书选择了六本译作：《华尔街传奇》、《看透华尔街》、《华尔街股市投资经典》、《战胜华尔街：审慎投资者指南》、《华尔街证券分析》、《华尔街围城：网上投资指南》。从书海中被挑出来的这六本书可以说是十分宝贵的，有价值的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它们有的侧重历史（二战后的历史）；有的侧重当前；有的从个人投资者角度出发；有的更多考虑机构投资者的立场；有的讨论短线；有的则更关心长线，还有一本是讨论网络时代华尔街城（Wall Street City）问题的，书中还提供了不少有用的金融网址。十分显然，这套书的内容早已超出了华尔街这个地域概念，它实际是当前美国乃至国际金融市场活生生的全面介绍。

出版这样一套丛书，我想至少有三个方面的重要意义：其一是有助于我们理性地进入国际金融市场。随着改革开放的深入，中国经济越来越与世界经济连成一个整体，到1998年底中国的进出口贸易总额占国内生产总值的比重已达34%，也就是说国民财富中有1/3是与国际商品交换有关。再加上利用外贸和国际旅游收入近年来每年也都在700多亿美元，国民经济涉外部分已高达40%以上。在这种情形下闭目塞听，不去认真地了解国际金融市场，不了解华尔街，就会在风云变幻的国际经济、金融舞台前手足无措，连吃败仗。1997年的亚洲金融风暴虽已过去，但至少还令人记忆犹新。掀起风暴的主角——对冲基金们的总部大都在华尔街，亚洲国家对它们的不熟谙并没有成为它们不进攻亚洲的理由，亚洲人是付了高昂的学费才进一步提高了对华尔街的认识。为了我们不再付学费，也为了能更好地利用金融市场，我们很有必要认真地了解、研究华尔街。

其二，有助于中国金融的深化。在我国现阶段，专业银行在向商业银行转变，货币市场正在形成，资本市场也刚刚起步，大部分在国际上流行的金融衍生工具在国内还不能运用。国际经验表明，发展中国家在其市场化的进程中必然伴随着金融深化。金融深化具体到中国也就是金融的改革与发展。虽然中国改革与发展要有自己的特色，但这并不意味我们不要参照发达国家的经验，恰恰相反，我们要吸取人类一切有用的先进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的东西为中国的现代化事业服务。本套丛书中所显现的先进的金融理论与实践正是我们要参考和消化的。

其三，有助于中国大、中型企业的全面发展。在计划经济时代，中国的企业，特别是大中型企业被限制在很窄的领域，基本都是生产型。经过多年的改革，情况有了很大的变化，许多企业从单纯的生产型转变为生产经营型。但这种经营还是狭义的，往往还局限在与生产相联的商业经营。资产经营还比较少，金融市场上的经营就更少了。从国际潮流来看，世界上的大公司越来越朝着综合型发展，金融部门也成为所有大公司的核心部门之一。在产品经营的同时，大公司都在积极地参与金融市场上的经营。从本套丛书中我们就可以看到各大公司在华尔街运营的身影。中国的大中型企业从中可以得到很好的教益。

最后，愿本套丛书能给读者带来新的知识，新的希望，新的成功。

任克雷
于深圳华侨城
1999年8月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中文版序言

“说到头，要对我们自己吹起来的肥皂泡负责，这似乎是我们的命运，这很可能就是那个‘不掷骰子的上帝’所设计的。”爱因斯坦这段关于量子力学的不无矛盾的评述用来描述股票市场也许再合适不过了。

股票市场是如此地复杂多变，它既不严格遵循一定的因果律，又不完全符合抽象的概率描述，因此要对其作出令人信服的分析、解释都十分困难，更不用说进行准确的预测了。数百年来，人们运用了自然科学和社会科学的几乎所有方法，组合出无数种或精微、或粗浅的理论、模型，试图解释、预测股市的起伏波动，却难以获得真正的成功，人类理性的局限性在此暴露无遗。《华尔街股市投资经典》一书从一个专业投资人的视角，运用大量的统计分析，对华尔街流行的各种投资策略进行了验证和比较，给我们提供了深入认识“成熟市场”运行状况的大量素材和有益启示。

与目前又出版的大量证券类书籍相比，本书至少具有以下独特之处：

其一，数据完备，逻辑严密。本书汇集、整理了从五十年代初到1996年末美国股票市场的历史数据，并熟练地运用多种统计分析和数理分析方法对数据进行处理，对各种投资策略进行剖析，从中提炼出具有说服力的结论，还为普通投资者总结出简单易行的操作原则。可以说本书是将严谨的科学分析与冷静的务实精神相结合的典型。

其二，眼光独到，论证清晰。书中介绍了价格对现金流比率、价格对销售额比率等对于国内投资者还比较陌生的分析指标，给我们进行证券分析开阔了眼界、丰富了思路。更加难能可贵的是，作者以翔实的数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

据、严密的逻辑澄清了许多似是而非的观念，诸如“风险并不总是与收益相对称的”、“买入一年期盈利增长最慢的股票”等观点对我们许多人来说足以产生振聋发聩的作用。

其三，坚持“理性主义＋简单主义”的投资哲学。几乎每一位投资家和投资顾问都将“投资哲学”置于投资实践的首要位置，但能够精辟地概括并始终坚持其投资哲学的却寥寥无几。本书作者在股票分析中坚持严谨的科学理性，其分析研究架构于事实和大量的历史数据之上，数量模型简单明了、易于操作；同时作者有力证明股票市场的长期波动有规律可循，他一再强调在投资中保持“一贯性”非常重要，过快的变化、过多的复杂方法只会降低投资收益水平。

“超越常识，回到常识。”本书给我们的启示是多方面的，但这并不意味着可以直接套用书中介绍的投资策略。中国股票市场的发育程度与运行环境与美国相去甚远，许多在美国行之有效的投资策略在中国可能行不通。此外，书中对定性分析、公司调研等的质疑也有值得商榷的地方。尽管如此，随着中国股市的逐步完善与成熟，本书所揭示的规范股市的运行规律也将是我国未来股市运行轨迹的准确描述，作为一部极具价值的股市实证分析宝典，本书对于广大战略投资者和中小投资者来说，具有极大的借鉴和启发作用。

湘财证券有限责任公司　副总裁

李尧唯

一九九九年十月二十五日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致莱尔，凯瑟琳，帕特里克和梅利莎

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作者简介

詹姆斯·P·奥肖内西是奥肖内西资金管理公司(O'Shaughnessy Capital Management, Inc.)的董事长兼首席执行官，该公司位于康涅狄格州的格林威治，是一家著名的投资顾问公司。作者同时还管理四家奥肖内西投资基金。长期以来，奥肖内西先生一直被公认为美国重要的金融专家和股票数量分析方面的先驱。他被《巴伦》杂志称为“击败世界的人”和“统计怪杰”;《高收益》杂志则称他为“我们所遇见的最具创见性的市场观察家之一”;《福布斯》杂志把他的第一本书《向专家学投资》形容为“令人敬畏”并将其列为年度最佳金融书籍之一；《股票交易人年鉴》将《向专家学投资》评为“1994年最佳投资书籍”。奥肖内西的投资策略在《华尔街日报》、《纽约时报》、《华盛顿邮报》、《金融时报》、《洛杉矶时报》、伦敦的《每日邮报》、日本的《日经日报》等报纸，以及《新闻周刊》、《巴伦》、《福布斯》、《智慧理财》、《价值》、《金钱》等杂志上介绍过。奥肖内西先生定期在美国有线新闻网(CNN)和哥伦比亚广播公司(CNBC)的节目中露面。他与妻子及三个孩子生活在康涅狄格州的格林威治。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

原版前言

越是独到、有创见性的发现，在事后看起来就越显得明显自然。

——阿瑟·凯斯特勒

帕特里克·亨利（Patrick Henry）说，预测未来的惟一途径就在于过去。他说的很对。投资者要想为未来制订最好的投资计划，不论是进取心十足、追求高成长性的投资者，还是较为保守、追求低风险高收益的投资者，都必须参考过去长期中不带偏差的投资数据。因为只有了解某种投资策略在历史上表现如何，我们才具有关键性的信息，得以就其收益率的风险、波动性及稳定性做出判断。在长期历史记录基础上做出的选择是科学合理的，它的根据是事实，而不是想象或骗局。

本书第一次对华尔街上最流行的投资策略进行了长期性研究。迄今为止，有关哪些投资策略在长期中收益良好，而哪些策略又表现不佳的情况，始终没有较全面、又面向广大投资者的介绍。尽管有过许多短期性的研究，但有关各种流行投资策略的长期业绩，《华尔街股市投资经典》提供了历史上第一次全面、正式的介绍。

本书中所有的检验都使用标准普尔公司（Standard & Poor's）的 COMPUSTAT 数据库，有关美国股票市场情况的最大、最全面的数据库。在 COMPUSTAT 数据库的整个历史中，这是**第一次**允许外界的研究人员利用其数据。《华尔街股市投资经典》研究了各种流行投资策略在过去 45 年中的收益业绩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

缘起

要想证明股票组合的收益率是由选股标准所决定的，没有像 COMPUSTAT 这样将高速计算机与大规模数据库相结合的系统，根本无法作到。在出现计算机之前，几乎无法判明某一股票组合是如何建立的。投资者可以考虑的选股标准（即确定其股票组合特征的因素，例如市盈率、股息率等）几乎是无穷多的。当时投资者所能做的只能是从最一般的角度去确立、选择股票组合，有时甚至***职业投资经理***也不知道哪些因素能最恰当地描述其投资组合中的股票，而只能依靠一般性的说明和定性的标准。

计算机的出现改变了这一切。我们现在能够对各种股票组合进行分析，从而确定哪些投资策略表现良好，哪些收益不佳。在计算机的帮助下，我们还能够根据复合选股标准建立股票组合，并利用历史数据检验其长期收益情况，从而判断相应投资策略在未来会有何种表现。

大多数投资策略表现一般

《华尔街股市投资经典》的研究结果表明，大多数投资策略的业绩表现相当一般，***有很多、尤其是在短期内对投资者有很大吸引力的策略***，其收益率低于钉住标准普尔 500 指数（S&P500）这样一个简单的策略。本书同时还提供了证据，说明学术界所谓股票价格遵循“随机行走”的理论是不正确的。

股票价格的波动决不是没有节奏和原因的，事实上，股票市场很有规律，某些投资策略总能够得到较高的收益，而另一些策略则总是表现平平。从本书所收录的 45 年历史收益数据可以看出，股票市场的长期收益没有任何随机的成分。如果投资者能始终一贯地运用经过时间检验的投资策略，理性、合理地选择股票，你们一定能实现***大大超过***市场平均水平的收益率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关键在于严格遵循既定方针

《华尔街股市投资经典》说明，在长时期中实现超过市场平均收益的惟一途径，就在于始终一贯地遵循合理的投资策略。在晨星杂志所跟踪的所有共同基金中，80%收益率低于标准普尔500指数的收益水平。其原因就在于这些基金的经理未能坚持一贯地严格遵循其投资策略，从而导致长期收益无法达到较高水平。

本书要点

在读完《华尔街股市投资经典》之后，投资者将了解以下方面的内容：

- 大多数侧重小盘股的投资策略之所以取得良好的业绩，主要原因在于市值低于2500万美元的超小盘股。然而，几乎对于所有投资者来说，这一类股票的规模都小于能够进行正常投资的水平。
- 在规模较大、知名度较高的公司中，选择低市盈率的股票是收益最高的策略。
- 要获得高于市场平均水平的收益率，价售比（股票价格对销售额比率）是选择具有投资价值的股票的最好标准。
- 上一年度价格下跌最多的股票，是***最糟糕***的投资对象。
- 要确定某只股票是否是良好的投资对象，仅仅考虑上一年度每股盈利的增长情况是***没有意义***的。
- 同时考虑多种选股标准能够大大提高长期收益水平。
- 将选股范围限制在规模大、知名度高并且股息率高的股票，你能够获得4倍于标准普尔500指数的收益率。
- 在选择成长性股票方面，相对强度是惟一在长期中收益率能超过市场的选股标准。
- 选择华尔街上颇受欢迎的高市盈率股票是***最糟糕***的投资策略之一。
- 投资策略的风险是需要考虑的最重要因素之一。
- 要想提高投资收益，将侧重投资价值的策略与侧重成长性的策略相结合是最好的办法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致　谢

如果没有许多人的帮助，要写成这本书是不可能的。几年前我开始本书的写作时，当时担任标准普尔公司 COMPUSTAT 数据系统负责人的吉姆·布兰斯科姆（Jim Branscome）在这个项目的每一个转折点都给予我极大的支持。接替他负责 COMPUSTAT 系统的保罗·克莱科纳（Paul Cleckner）同样非常支持本书的写作，而且他十分懂得这样一个道理，即提高一家企业经营业绩的最佳途径，就是帮助成千上万的普通投资者实现良好的投资回报。霍华德·史密斯（Howard Smith），COMPUSTAT 系统目前的负责人，则在作者对本书进行修订时提供了许多帮助，使我得以更好地介绍各种投资策略并提高书中所用数据的质量。同样还要感谢斯蒂夫·约翰逊（Steve Johanson），在我写作本书的第一版时，他担任 COMPUSTAT 系统的 PC PLUS 电脑专家。斯蒂夫对我的帮助远远超过了工作责任的范围，除了帮我设计各种检验的方案之外，他还承担了第一版中大部分样本平均分组研究的计算工作。

当然，如果没有我的妻子梅利莎（Melissa）时刻给予我的帮助、支持和鼓励，这本书也不可能完成。我十分感激她对本书每一行文字进行校对所付出的努力。在编辑和润色原稿的过程中，她也显示了种种可贵的才能。没有她的行家之手，这本书可能永远也无法完成。除了对她深深的爱意之外，作为作者，我所获得的任何成功都应归功于她。

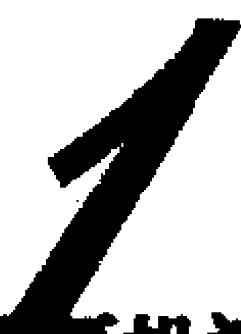
最后，我还要感谢奥肖内西资金管理公司的各位成员，在我对本书进行修订的过程中，他们容忍了我造成的种种麻烦。

詹姆斯·P·奥肖内西
康涅狄格州，格林威治
1997 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录

丛书序言……………………………………………………任克雷
中文版序言…………………………………………………李克难
作者简介……………………………………………………(1)
原版前言 ………………………………詹姆斯·P·奥肖内西
致谢 …………………………………………………………(1)



股票投资策略:方法不同,目的相似 ……………………………(1)
传统的主动型投资管理业绩不佳 ……………………………(2)
问题在哪里呢 …………………………………………………(3)
研究了错误的对象 ……………………………………………(6)
为什么股票指数是投资的好方式 ……………………………(7)
确定投资业绩 …………………………………………………(9)
严格遵循既定策略是关键 ……………………………………(9)
始终一贯才能获得高收益 ……………………………………(10)
实践中确定结构的投资组合……………………………………(10)
本性难移………………………………………………………(11)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2

不可靠的专家:获得出色业绩的障碍 ……(13)
人类的判断能力是有限的 ……(15)
问题在哪里 ……(16)
模型为什么能胜过人类 ……(16)
基本比率是枯燥乏味的 ……(17)
个体与总体 ……(18)
倾向于个人的经验 ……(19)
简单与复杂 ……(19)
一个简单的解决方法 ……(20)

3

游戏的规则 ……(23)
过短的时间阶段毫无价值 ……(25)
这一次可不同 ……(25)
个别例子作为证据是不够的 ……(26)
可能存在的问题 ……(27)
游戏的规则 ……(29)

4

按市值排列股票:规模的重要性 ……(39)
业绩相差多少 ……(47)
按绝对市值水平研究股票 ……(48)
小盘股收益较高,但高出的幅度不大 ……(51)
对投资者的启示 ……(59)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们的两个基准 ……(60)

5

市盈率:区别好坏股票的法宝 ……(67)

检验结果 ……(68)

大盘股票的情况不同 ……(69)

高市盈率是危险的 ……(77)

高市盈率大盘股的业绩同样糟糕 ……(84)

平均分组分析 ……(84)

对投资者的启示 ……(85)

6

市价对账面值比:衡量价值的更好标准 ……(93)

检验结果 ……(94)

大盘股的波动性较低 ……(95)

“大盘股票”的基本比率结果更加一致 ……(95)

高市账比股票的表现十分糟糕 ……(103)

平均分组分析 ……(115)

对投资者的启示 ……(116)

7

价格对现金流比率:用现金流来确定价值 ……(119)

检验结果 ……(120)

“大盘股票”的波动性较低 ……(127)

高价现比股票是危险的 ……(129)

“大盘股票”的高价现比策略同样表现不佳 ……(135)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平均分组分析 ……………………………………………(137)
对投资者的启示 ……………………………………………(138)

8

价格对销售额比率:价值指标之王……………………………(145)
检验结果 ……………………………………………(146)
价售比低的大盘股表现良好 ……………………………(153)
高价售比股票是带刺的 ……………………………(153)
“大盘股票”高价售比组合的表现略佳 ……………………(154)
平均分组分析 ……………………………………………(160)
对投资者的启示 ……………………………………………(160)

9

股息率:购买一种收入……………………………………(173)
检验结果 ……………………………………………(174)
“大盘股票”完全不同 ……………………………………(181)
平均分组分析 ……………………………………………(187)
对投资者的启示 ……………………………………………(187)

10

价值指标的价值 ……………………………………………(189)
风险并不总是与收益相对称的 ……………………………(190)
承担风险值得吗 ……………………………………………(195)
寻找表现稳定的策略 ……………………………………(195)
“大盘股票”的情况不同 ……………………………………(201)
对投资者的启示 ……………………………………………(202)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

11
一年期每股盈利百分比变动:高盈利是否意味着高收益 …………(203)
检验一年期盈利变动 ……………………………………(204)
"大盘股票"的一年期高盈利增长策略表现更糟 ………………(205)
买入一年期盈利增长最慢的股票 ……………………………(212)
"大盘股票"的一年期盈利低增长组合表现较好 ………………(212)
平均分组分析 ……………………………………………(212)
对投资者的启示 …………………………………………(219)

12
五年期每股盈利百分比变动 ……………………………………(229)
检验结果 …………………………………………………(230)
"大盘股票"的五年高盈利增长策略情况类似 …………………(233)
平均分组分析 ……………………………………………(239)
对投资者的启示 …………………………………………(239)

13
利润率:投资者从公司利润中获益吗……………………………(245)
检验结果 …………………………………………………(246)
"大盘股票"表现略佳 ……………………………………(247)
平均分组分析 ……………………………………………(257)
对投资者的启示 …………………………………………(260)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

14

资本收益率 ……(261)
检验结果 ……(262)
在“大盘股票”中要差一些 ……(266)
平均分组分析 ……(273)
对投资者的启示 ……(276)

15

相对价格强度:胜者常胜……(279)
检验结果 ……(280)
“大盘股票”表现更佳 ……(284)
为什么价格表现起作用而其他方法失效 ……(288)
购买表现最差的股票 ……(288)
“大盘股票”也风行一时 ……(288)
平均分组分析 ……(299)
对投资者的启示 ……(303)

16

利用多因素模型提升投资业绩 ……(305)
增加价格因素 ……(306)
其他价值因素如何 ……(307)
价售比是更好的指标 ……(307)
其他因素对“大盘股票”的增益略逊一筹 ……(315)
价售比表现仍好 ……(315)
成长性因素效果如何 ……(316)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成长性模型 ……(321)
资本收益率仍然更有效 ……(321)
“大盘股票”波澜不惊 ……(324)
对投资者的启示 ……(325)

17
全部股票的二因素价值模型 ……(327)
使用几种价值因素 ……(328)
检验结果 ……(328)
价值因素重叠 ……(329)
使用价售比的多因素模型 ……(332)
对投资者的启示 ……(332)

18
在龙头股票中发现价值：一种基础价值策略 ……(337)
盯住标准普尔500指数的另一种策略 ……(338)
高市盈率甚至也妨害了“龙头股票”的收益率 ……(339)
低市盈率的帮助 ……(346)
高股息率仍很起作用 ……(346)
在牛市中也表现不凡 ……(347)
对投资者的启示 ……(347)

19
寻找基本成长策略 ……(357)
传统的成长因素不符合要求 ……(358)
高收益是更有价值的因素 ……(359)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将两个模型组合起来构成基本成长策略 ……(360)
在“大盘股票”中成长策略的有效性有所降低 ……(369)
对投资者的启示 ……(369)

20

将策略组合起来运用以达到经风险调整后的最佳表现 ……(373)
检验结果 ……(374)
组合策略也超过了“大盘股票” ……(378)
对投资者的启示 ……(378)

21

投资策略的排名 ……(387)
检验结果 ……(388)
绝对收益对比 ……(389)
风险分析 ……(393)
风险调整收益分析 ……(396)
对投资者的启示 ……(406)

22

如何在你的股票投资中收获最大 ……(409)
坚持运用策略 ……(411)
只运用已经过长期考验的策略 ……(411)
在投资时坚持一贯性 ……(412)
坚持按基本比率投资 ……(412)
不要用最冒险的策略 ……(412)
坚持运用不止一种策略 ……(412)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

运用包含多个因素的模型……(413)
坚持一贯性……(413)
股票市场不是随机的……(413)

附录:研究方法……(415)
数据……(416)
时间范围……(416)
样本组……(416)
收益……(417)
数据定义……(418)
公式……(420)
税收、手续费和市场波动成本……(423)

参考书目……(425)

索引……(435)

译者后记……(463)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Stock Investment: Strategies: Different Methods, Similar Goals

1

股票投资策略：方法不同，目的相似

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

任何战役的成败，十之八九取决于智慧。

——拿破仑

股票投资有两种主要的策略：主动型与被动型。主动型投资最为常见，也就是说，投资者试图通过购买他们认为优于其他股票的个股来实现不同风险水平上的收益最大化。通常，投资者投资一只股票的程序是大体类似的：对公司进行分析，与管理人员见面，和公司的顾客及竞争者谈话，考察该股票的历史趋势和当前的业绩预测，然后在此基础上决定该股票是否值得买入。

主动型投资者大体上可以分为两类：侧重***成长性***(growth）的投资者与侧重***投资价值***(value）的投资者。选择何种股票在很大程度上取决于投资哲学。侧重成长性的投资者青睐那些销售额和盈利增长率超过平均水平的公司，他们期待这些公司在未来能继续实现高速的增长，因为一只典型的成长性股票，其盈利的走势一直是向上的。这一类投资者看重一家公司的潜质，并且相信股票价格将与公司的盈利一道上升。

侧重投资价值的投资者寻找那些当前市场价格大大低于其真实价值或清盘价值的股票。这一类投资者根据特定的因素(例如市盈率或股价对销售额比率)来确定股票价格是否低于内在价值。如果某只股票所代表的基础资产价值一美元,而他们只需付出七十美分就可以买进该股票,那么像这样的股票就是他们所要寻找的。这一类投资者看重一家公司的资产负债情况,并且相信股价最终将达到与其内在价值相当的水平。

在很多情况下,主动型投资者对上述两种策略进行某种综合,但不论如何,那些最成功的投资基金都具有清晰明确的投资策略。大多数共同基金、由专业人员管理的养老基金以及个人资金都采用主动型投资策略。

传统的主动型投资管理业绩不佳

从道理上看，传统的主动型投资策略是完全站得住脚的，但是历史

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

记录告诉我们，实际的投资绩效并不如意。大多数运用这种投资策略进行管理的基金，其收益率不论从短期还是长期来看，都低于标准普尔500指数（the S&P500）的收益率。图1－1列出了收益率超过范加德500基金（凡加德公司盯住标准普尔500指数的基金）的以主动投资策略管理的共同基金的比率，这些比率是从晨星杂志（Morningstar）的数据库中计算出来的。从图中可以看出，即使在***最好的***十年（1985年至1994年）中，传统的主动型共同基金也只有26%实现了优于指数基金的业绩。如果我们进一步看一看这些共同基金的收益率超过指数基金的幅度，情况就更糟糕了。如图1－2所示，在1985年至1996年间业绩超过凡加德500基金（Vanguard Index 500）的128家共同基金中，平均每年复合收益率超过指数基金2%的只有43%，并且这一数字事实上还***夸大***了传统主动型投资基金的业绩，因为它未包括在这十年间因经营失败而破产的那些基金。

由于上述原因，在过去十年中，被动型的指数基金出现了爆炸性的增长。所谓被动型投资，是指投资者买入他们认为大体上代表市场整体的某种指数，然后就听任其随指数上下波动。这一类投资者的目标不是超过市场，而是与市场相当。他们愿意放弃跑赢市场的尝试，以换取较高的安全性，避免收益低于市场平均水平的风险。在传统主动型投资基金令人失望的业绩面前，指数基金的资产价值从1980年的100亿美元激增至1990年的超过2500亿美元，并且预计本世纪末所有养老资金的一半以上将以指数基金的形式持有。养老基金如此积极，个人投资者也不甘落后。在共同基金领域，增长最快的也是指数类基金，1986年至1996年间，投资于指数共同基金的资产值从5亿5600万美元增至650亿美元。

问题在哪里呢

对于学术界来说，以传统方式管理的基金无法取得超过市场的收益率水平是一点也不奇怪的。大多数学者很长时间以来一直认为市场是有效率的，而且当前的股票价格反映了一切可获得的有关信息。学者们认为股价所遵循的是一种“随机行走”，股价的波动没有任何节奏或原因。根据他们的理论，为了选择股票而进行分析还不如让一只猴子对着报纸的股票版面扔飞镖，因为股价是随机的，无法预测。

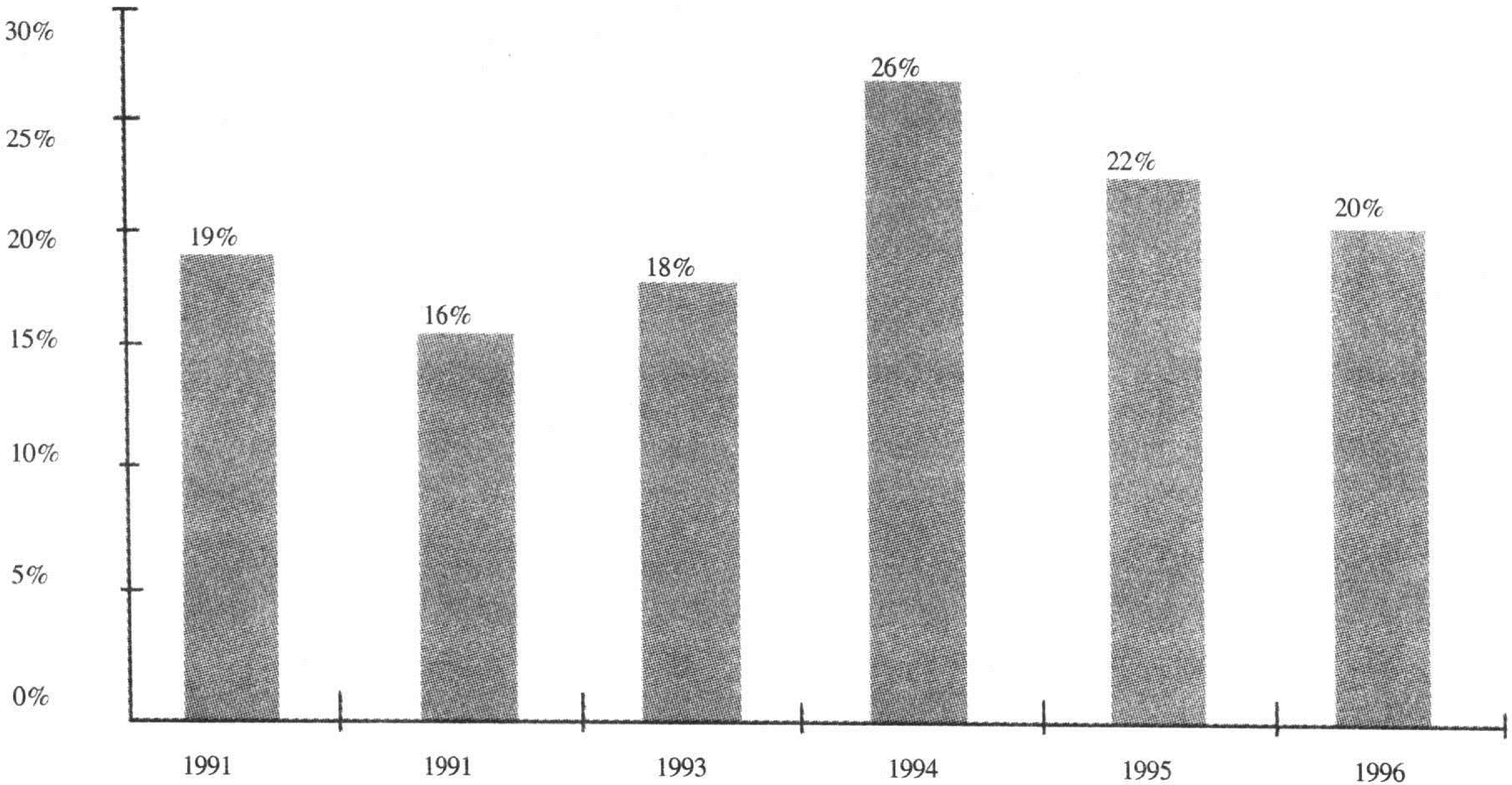


图 1－1 收益率超过范加德 500 基金的股票基金比率 比较期：截止各年12 月 31 日的 10 年期间 历史记录短于 10 年的基金未包括在内

资料来源：晨星数据库。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

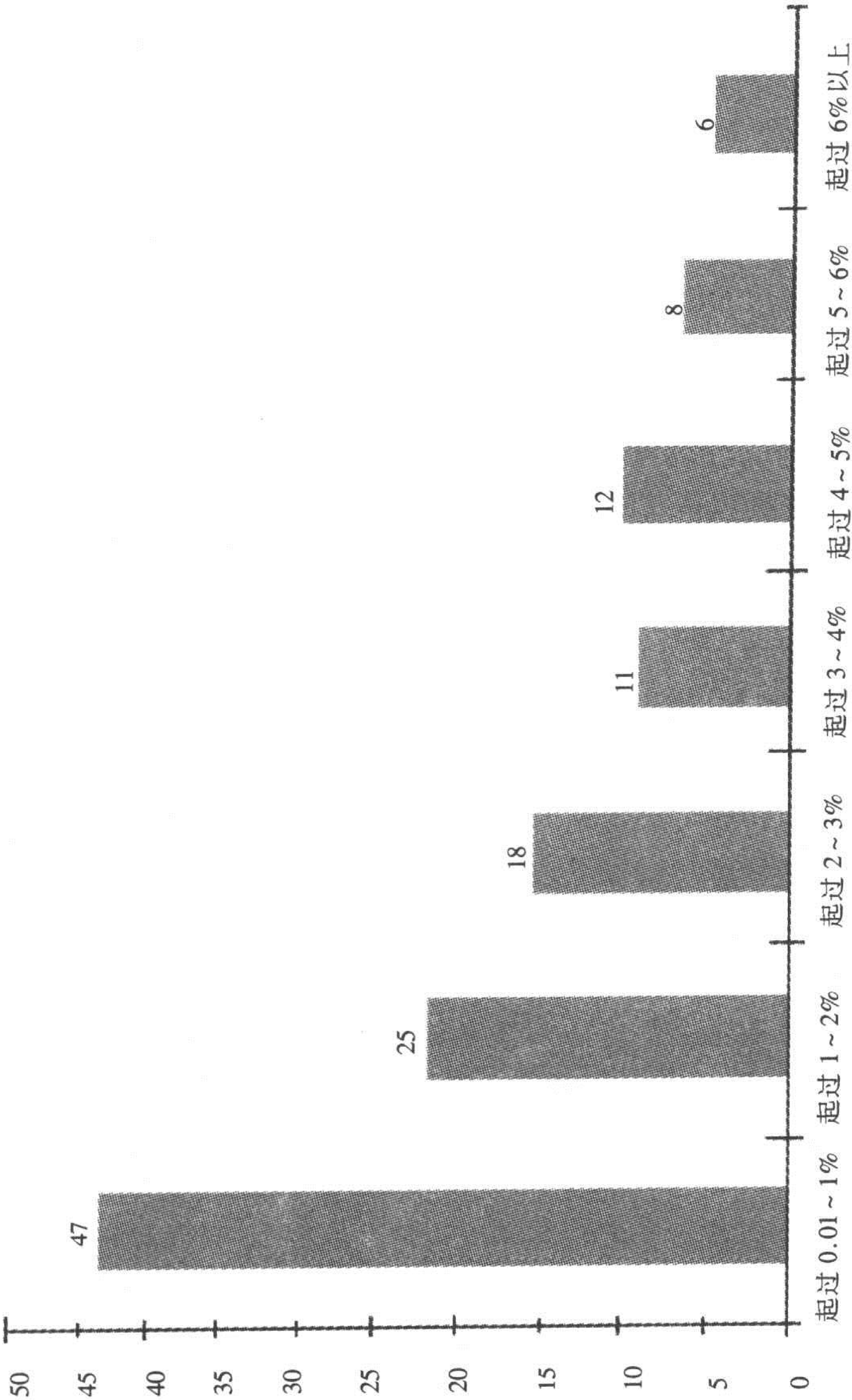


图 1－2　收益率超过范加德 500 基金的 128 家股票共同基金的相对业绩（比较期为截止 1996 年 12 月 31 日的十年期间）

资料来源：晨星数据库。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书所提供的证据与随机行走的理论相对立。我们收集的长达45年的历史数据显示，股价远非所谓随机行走，其波动完全有规律可循，并且股票收益具有相当强的可预测性。在很长的时期中，带有某些特征（例如较低的股价对销售额比率）的股票明显、一贯地具有良好的收益，而带有另一些特征（例如较高的股价对销售额比率）的股票明显、一贯地具有不良的收益。当然，疑问仍然存在：既然各种检验显示了如此高的收益可预测性，为什么80%以传统方式管理的共同基金仍然无法获得优于标准普尔500指数的收益率呢？

能够找到可利用的投资机会并不等于赚钱是容易的。要想获得良好的收益，需要一贯、耐心、严格地遵循某一种投资策略，甚至当这一策略的业绩劣于其他方法时也必须如此。很少有人能够做到这一点。成功的投资者不能成为人性弱点的奴隶，而要能克服这些弱点。在下一章里，我将论证传统的投资管理之所以业绩不佳，是因为人类的决策过程本身具有内在的缺陷和不可靠性。这种弱点的存在，给那些运用经过时间考验的方法进行股票投资的人带来了机会。

研究了错误的对象

学者们发现以传统方法管理的股票投资组合遵循随机行走是一点也不奇怪的，大多数传统型投资经理的历史业绩无法用来预测未来，是因为他们的行为不具有一贯性，而不一贯的事物是无法预测的。即使某位基金经理严格按照一贯的方式进行投资——最好的投资经理的标志——一旦*该*经理离开了原来的基金，基金历史记录所具有的对未来的预测作用就将全部丧失。此外，如果某位基金经理改变了投资风格，则历史业绩所具有的对未来的预测作用也将全部丧失。因此，学者们一直以来所研究的是错误的对象。在一个变幻莫测、由贪婪、希望和恐惧所统治的世界中，学者们却假设投资者具有完美、理性的行为。他们以被动性股票组合——标准普尔500指数——的收益为基准，将其他股票组合的收益与之相对比，而这些股票组合的管理却大多是缺乏一贯性、随时随刻变化的。只有在你了解一只基金的投资策略并且该策略目前*仍然*得到遵循的情况下，历史业绩记录才是有用的。当我们研究一家按传统方式管理的投资基金时，我们实际上是在研究两件事：第一，该基金所运用的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资策略;第二,基金经理成功实施该策略的能力。只有将单因素的标准普尔 500 指数与**其他**单因素或双因素的股票组合进行对比才是更合理的。

为什么股票指数是投资的好方式

之所以通过标准普尔 500 指数进行投资能够获得较好的收益，是因为这种方式绕过了有缺陷的决策过程，实际上它相当于一种简单的策略，即持有所有组成标准普尔 500 指数的大盘股。伟大的标准普尔 500 指数能够始终在收益率上超过 80% 以传统方式管理的基金，其原因就在于它严格、一贯地“持有”大盘股。图 1－3 将标准普尔 500 指数的收益与全部大盘股的整体收益作了对比。这里的“全部大盘股”（Large Stocks Universe），是指标准普尔公司 COMPUSTAT 数据库中各年市值超过数据库全部股票市值平均数的所有股票，即这一数据库中股票按市值计算的前 16%。在确定全部大盘股的范围之后，以相同的美元数购买每一只股票形成一个组合，来计算其整体收益。图 1－3 显示，标准普尔 500 指数的收益与大盘股的整体收益几乎完全一致。如果 1951 年 12 月 31 日对标准普尔 500 指数投资10 000美元，1996 年 12 月 31 日这一投资的价值将为1 726 128美元；同样时间内，对全部大盘股的10 000美元投资将升值为1 590 667美元，两者仅相差135 461美元（两者均包括对所有股息的再投资）。并且，投资指数与投资全部大盘股这两种策略相似的不仅仅是绝对的收益额，风险——按收益的标准差衡量——也是几乎完全一致的。标准普尔 500 指数的收益年标准差为 16.65%，而全部大盘股的收益标准差则为 16.01%。

对于始终买入并持有大盘股的策略而言，投资标准普尔 500 指数仅仅是许多实施这一策略的被动型投资方式之一。买入道·琼斯工业平均数成分股（the Dow Jones Industrial Average）中每年收益率最高的 10 只股票，是另一种可以始终获得较高回报的投资策略。从 1928 年——道·琼斯工业平均数的成分股在这一年扩充为 30 只——直至 1996 年，这种策略的回报相当一贯地高于投资标准普尔 500 指数的回报。事实上，它的回报在每一个十年期中——从大萧条的 30 年代直到大重组的 90 年代——都高于标准普尔 500 指数，仅有两个滚动的十年期未能做到这一点。本书还将介绍其他一些行之有效的投资策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

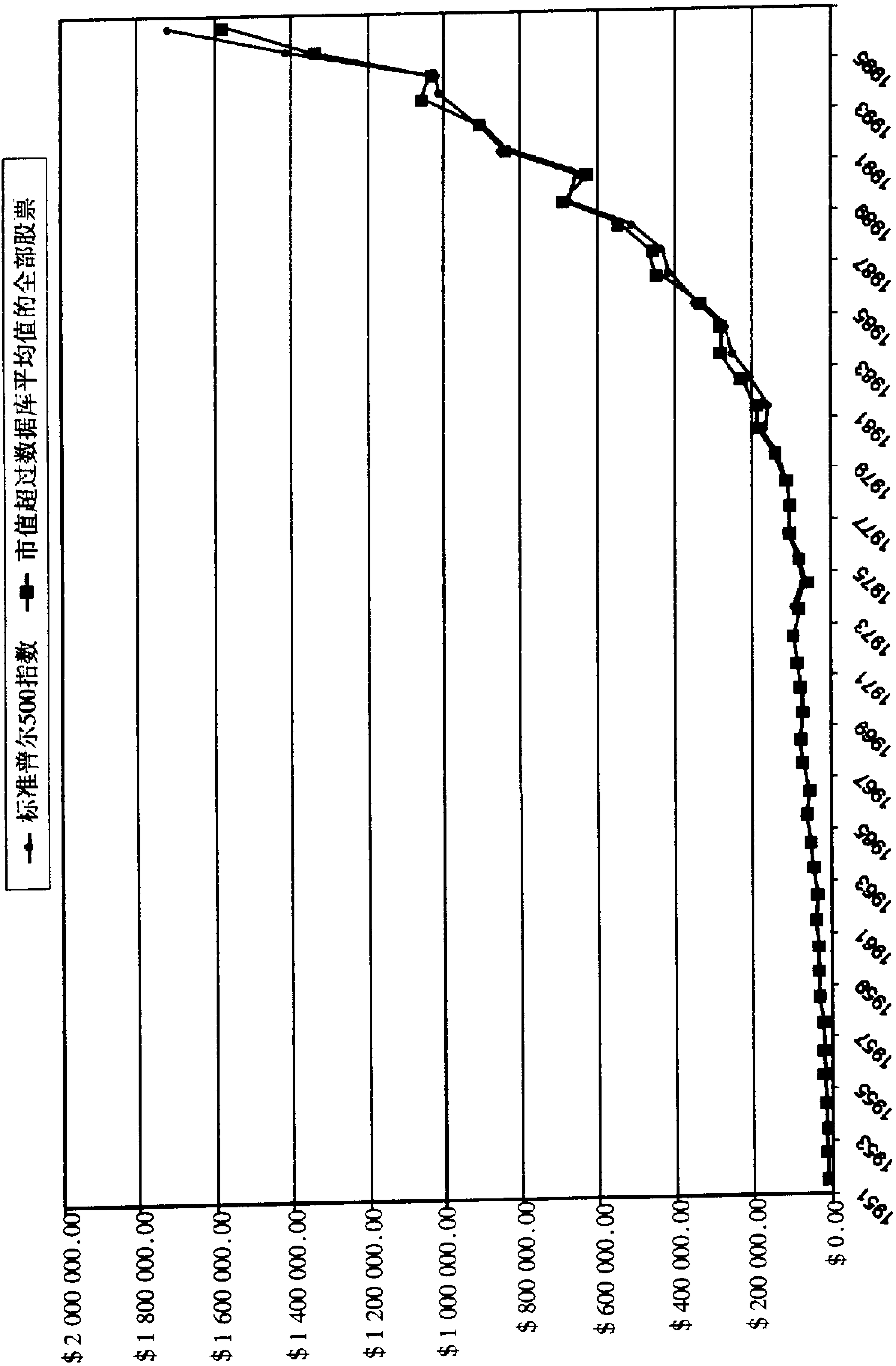


图 1－3　标准普尔 500 指数与全部股票的收益比较，1951 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

确定投资业绩

要证明某一股票组合的收益，从本质上说，是由决定这一组合的特征决定的，我们需要有类似 COMPUSTAT 系统这样的高速计算机和大型数据库。在计算机出现之前，要确定是哪一种策略对投资组合具有本质影响几乎是不可能的。投资者可以考虑的因素（决定某一组合特征的指标，例如市盈率、股息率等）似乎是无穷无尽的。那时候，投资者所能做的也就是从最一般的层次上比较不同的投资组合。有时，甚至连**职业投资经理**也不知道决定其投资组合特征的本质因素到底是什么，他们只能依赖于一般性的描述和其他定性的指标。计算机的出现改变了这一切。现在，我们能够迅速地分析决定任何投资组合的因素，并且找出——如果存在的话——能识别收益良好的投资基金和策略的那些因素。有了计算机，我们还能利用过去很长时间期限中的历史数据对任意因素的组合进行检验，以便了解某一投资策略有可能在未来获得何种收益。

严格遵循既定策略是关键

如果运用以市值为基础的单因素模型考察投资策略的收益——例如上文提到的两个模型——则获得的结果将是类似的。但是如果我们改变一个投资组合的本质因素，使其与标准普尔 500 指数存在较大的不同，——例如要求组合中股票的股价对销售额比率低于 1 或股息率高于某一水平——则我们可以预期这样一个投资组合的收益将与市场整体的收益率相当不同。从本质上说，投资标准普尔 500 指数的基金只不过是严格执行按股票市值选股（大盘股）这样一种投资策略的***确定结构的***组合。当然，***按许多其他选股的标准投资可以获得好得多的回报***。所谓确定结构的投资，是一种将主动型和被动型投资策略相结合的管理理念。它把买入和卖出的决策自动化，也就是说，一旦某一股票满足事先确定的标准，就买入，否则，就不买。在整个过程中没有个人的、感情的因素牵涉在内。要获得良好的投资回报，严格遵循既定的主动型投资策略是关键。传统的投资经理往往采用一种“碰运气”的方式管理投资，他们之所以无法实现超过简单投资策略的业绩，就是因为他们对既定策略

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的实施不够严格，而上述那些简单的策略则*从不会*有所动摇。

让我们设想一下，假设道·琼斯公司在50年代决定对道·琼斯工业平均数进行修改，并将最具投资价值的股票、而不是大盘工业股作为成分股，则今天的市场将会是什么样呢？如果当时道·琼斯工业平均数的成分股数目被扩充至50只，并且每年将股价对销售额比率最低的50只股票选为成分股，则今天的"市场"指数将比目前的实际水平高出4倍！

始终一贯才能获得高收益

在为写作我的另一本书《向专家学投资》而进行的一次研究中，我发现收益最突出的投资经理们所具有的*惟一*共同点就是一贯性。并非我一个人得出了这种结论。在70年代，美国电报电话公司（AT&T）对其养老基金的经理人员所作的调查发现，成功投资所需要的最低限度条件是，要有一个标准较易确定、结构既定的决策过程，以及一种清晰明确、并且得到一贯遵循的投资哲学。温莎基金（Windsor）的约翰·内夫（John Neff）和麦格伦基金（Magellan）的彼得·林奇（Peter Lynch）之所以成为传奇式的人物，就是因为他们能够坚定不拔地遵循其投资策略，从而大获成功。

实践中确定结构的投资组合

很少有基金或投资经理能够在长期中坚持实施某一种投资策略而不变。当然也有例外，莱星顿优秀公司信托基金（Lexington Corporate Leaders Trust）就是一个例子，它实践了上述确定结构投资的理念。这家信托基金成立于1935年，其宗旨是投资于30家当时在各自行业内位于主导地位的优秀公司股票。基金的组合是*按股数加权*的，即不论价格高低，对每一家公司均持有相同数量的股票。从1935年以来，有7家公司的股票被从组合中去除，另有两家公司发生了资产分立事件，从而目前该基金持有25只股票。这只单因素基金的业绩出奇的好——自1976年1月1日至1996年12月31日，投资于该基金的10 000美元增值至197 563美元，相当于每年复合收益率15.27%，既高于标准普尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

500 指数 14.91% 的收益率，也高于 90% 按传统方式管理的基金的收益水平。此外，莱星顿基金的章程不允许根据各行业优秀公司的变化调整其投资组合。让我们设想，假设该基金能够购买微软或英特尔之类当今最优秀的公司，那其业绩又将如何，自是不言而喻了。事实上，如果允许某种确定结构的投资策略每年对组合进行调整，则其收益率将更高。例如前文提到的对道·琼斯工业平均数进行修改的设想，采用这种策略，1976 年 1 月 1 日投入10 000美元，到 1996 年底将价值328 964美元，相当于 18.1% 的年复合收益率。

本性难移

从道理上了解和在实践中做到是两件非常不同的事。正如歌德(Goethe) 所说，“在理念的世界中，凡事取决于热情；而在现实世界中，凡事需要坚忍不拔。”尽管我们可能*懂得*应该做什么，但我们常常无法改变人性的弱点，不是遵循理智判断，而是感情用事。当有人问米哈依尔·戈尔巴乔夫为什么不顾理智的判断而采取了不智的行动时，他答道，“你的问题是一个学术问题，因为你的根据是抽象的理论。人们没有生活在抽象的理论之中的奢侈，而是生活在实际、感情化、有血有肉的现实世界中。”

正是在这一有血有肉的现实世界中，种种问题出现了，不论是对普通投资者而言，还是对职业投资经理而言。让我们看一看这是为什么。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

The Unreliable Experts: Getting in the Way of Outstanding Performance

2

不可靠的专家：获得出色业绩的障碍

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

真理的毛病就在于大多数时候它令人不舒服，并且常常很枯燥。人们所希望的，却是更有意思、更愉快的东西。

——H.L. 门肯

每一个人都会做出错误的决策，而不仅仅是华尔街的投资者们。会计师必须就一家公司的可信程度提出意见；大学管理人员必须决定接受哪些学生进入其研究生院；心理学家必须判断一位病人是患了神经病还是精神病；医生必须判断病人是否得了肝癌。还有更寻常、普通的例子：赛马场的赌注登记员要决定，给哪一匹马提供有利的条件，又给哪一匹马提供不利的条件。

所有这些都是需要专家提供意见、确定结果的领域。在我们的生活中，时时会发生这些行为，它们构成生活的基本内容。做出决策、预测结果的方式有两种。最普遍的是对一系列可能的结果进行比较，并且主要依靠个人的知识、经验和常识得出结论。这被称为“分析式”或直观式的决策方法。传统的主动型投资经理们就是使用这种方法选择投资对象的。他们可能会仔细研究一家公司的财务报表，与其管理人员见面，和公司的顾客及竞争者谈话，最终试图就公司的总体情况做出判断或预测。研究生院的管理人员可能考虑有关学生的一系列数据，从本科的平均成绩到面试的情况，以确定是否接受某位申请人。这一类判断过程依赖于决策人或预测人的敏锐性。

第二种做出判断的方式是所谓的计算式或定量分析方法。使用这种方法，预测人不做任何主观的判断，而是利用通过实证方法得出的数据与相应结果之间的关系来获得结论。这种方法完全依赖于运用大量数据求得的关系，类似于第一章提及的确定结构投资法。运用这种方法，研究生院的管理人员可能设计一种模型，以确定在本科平均成绩与研究生课程的成绩之间的关系，然后制定一个标准，仅仅录取那些本科平均成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

绩在该水平以上的学生。在几乎每一个领域，从股票分析到医生看病，我们很自然地倾向于使用定性、直观的方法。但是在大多数情况下，我们都错了。

人类的判断能力是有限的

大卫·福斯特（David Faust）在他具有创见性的著作《科学推理的局限性》中写道，“人类的判断能力比我们所想的还要有限得多。我们处理或理解复杂信息的能力之低微，是令人惊讶的。”福斯特对广泛领域中的专业人员作了研究，从医生对病人进行诊断，到专家根据学生的成绩对其未来事业成功与否做出预测，他的结论是，***人类的判断始终不如简单的数学模型准确***。与传统的投资经理一样，其他领域中的专业人员也无法胜过经过时间考验的公式，哪怕是对后者的被动使用。

另一位研究人员保罗·米尔（Paul Meehl）在1954年的著作《分析预测与统计预测：理论分析及对相关研究的回顾》中，第一个对统计预测（类似确定结构的投资）和分析预测（类似直观、传统的方法）进行了全面的比较和研究。他回顾了20个将分析预测和统计预测进行比较、考察电休克疗法的效果、罪犯的累犯倾向等等问题的研究，并且发现，在几乎每一个例子中，简单的数学模型都比人类的判断准确。例如在预测大学学习的成绩好坏时，一个仅仅根据高中平均成绩和某一能力测试结果做出预测的模型，比几所大学的录取工作人员更加准确。

罗宾·多斯（Robyn Dawes）在其著作《沙滩上的城堡：建立在错误认识之上的心理学和心理治疗》中，给了我们更多启示。他引用了另一位研究人员杰克·索耶（Jack Sawyer）的研究成果，后者回顾了45个将分析式预测与统计式预测进行比较的研究，并发现：***没有***一个研究认为分析、直观式方法——大多数人倾向于使用的方法——比统计方法优越。此外，索耶还提到这样一些例子，即人类专家比模型具有更多的信息，***而且***在做出预测***之前***就了解了定量模型所得出的结果，即使如此，***人类专家仍然无法做出比模型更准确的预测***。

心理研究人员L. R. 戈德伯格（L.R.Goldberg）的研究则更进一步。他根据“明尼苏达综合个性目录”，一种普遍用于区分精神病与神经病的个性测试的结果，设计了一个简单的模型以确定某位病人属于哪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一类疾病。这一模型的准确率达到了70%，而任何人类专家都未能达到这一准确率水平，他们的*最好*成绩是67%。考虑到人类专家的准确率可能可以通过训练提高，古德伯格向其人类专家提供了300份综合个性目录的档案及相关模型结果的准确率。即使在这一训练之后，仍然没有*任何*人类专家能够达到70%的准确率。

问题在哪里

问题似乎并不在于人类专家对相关领域缺乏了解。有一份研究以病理学家为考察对象，要求他们在已做出帕金森氏综合症的诊断的条件下，对病人的生存时间做出估计。这一研究发现病理学家的预测准确率远远不如一个简单的数学模型。奇怪的是，该模型使用的恰恰是这些专家*认为*具有预测价值的判断标准。也就是说，***这些人类专家使用其本身所具有知识的能力很低。***他们使用的是正确、灵敏度高的标准，但却未能利用好这一标准的预测能力。人类专家之所以无法获得良好的预测准确率，其原因在于他们自身，而不是他们所具有的知识。

模型为什么能胜过人类

在一个很有名的卡通片里，波哥说，“我们发现敌人了，那就是我们自己。”这句话很好地说明了我们所面对的难题。模型之所以能胜过人类，是因为它们一次又一次地按照同一标准做出判断，可靠而坚定。在几乎每一个例子中，***模型取得更好成绩的惟一原因就在于，它们得到了始终一贯的遵循和应用。***模型从不会左右摇摆，它们是始终一贯的。模型从不会感情用事，不会和老伴吵架，不会因为在城里喝了一夜酒而身体不适，也不会感觉枯燥乏味。它们不认为生动有趣的故事比没完没了的数据更好。它们没有自尊心，从不把任何事情和“自己”联系起来。它们的目的也不是为了证明任何东西。如果它们参加任何聚会的话，那可真是没劲透了。

另一方面，人类可是有趣得多。相对于不动感情地研究大量数据而言，带有感情色彩地做出反应或在处理问题时加入个人的因素更加自然，也更加有意思！我们的反复无常使我们有趣，但却大大影响了我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进行成功投资的能力。在大部分情况下，投资经理们与上文提到的学校录取人员、医生、会计师一样，倾向于使用直观的分析预测方法。他们都采取同样的行为：对公司进行分析，和管理人员见面，与顾客及竞争者谈话，等等。他们中的**每一个人**都认为自己更聪明、知道得更多、更懂得如何选择合适的投资对象。但是他们中80%的人却经常性地无法获得与标准普尔500指数持平的收益率。

基本比率是枯燥乏味的

大多数投资者，***以及任何其他使用传统直观式预测方法的人***，都无法克服其人性的弱点。他们对信息的运用不具有可靠性，给定相同的有关某一股票的信息，他们有时会决定将其买入，有时却又决定不买入。人类的决策过程之所以存在本质性的问题，原因就在于我们倾向于凭一时的意气做出反应，在于我们喜爱个性化、丰富多彩的故事，而不是枯燥乏味的基本比例（base rates)。基本比例是最具说明性的统计量之一，它就相当于一种平均数。例如，假设一个城镇的100 000人中，有70 000人是律师，30 000人是图书馆馆员，则该城镇律师的基本比例为70%。在股票市场中，基本比例告诉我们某**一类**股票（例如股息率高的股票）的走势可能如何，以及确定股票类别的变量对未来有何***一般性***的预测。但是，基本比例无法告诉我们有关某一股票类别中某只***个股***的***任何***东西。

大多数运用统计手段的预测方法都使用基本比例。例如，大学本科平均成绩高于3.5的学生中，有75%会在研究生阶段取得好成绩。吸烟者得肺癌的可能性比不吸烟者高两倍。在65%的时间中，低市盈率的股票具有高于市场平均水平的收益率。预测未来的最好方法，就是利用从大样本中得出的基本比例。但是无数的研究却发现，人们***只有***在缺乏描述性的资料的时候，才会充分利用基本比例。在一个例子中，人们被告知在100个人中，有70个律师和30个工程师。在没有进一步信息的情况下，当他们被要求猜测随机抽取的10个人的职业时，实验对象会利用基本比例的信息，回答7个是律师，3个是工程师。

但是，当加入没有价值的、描述性的信息时（例如“迪克工作积极、获得同事好评，他30岁，已婚”)，人们就会在很大程度上***忽视***基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

*本比例，而更倾向于根据他们对某人的“感觉”做出判断。他们**肯定***他们独特的感觉会帮助他们做出更好的判断，即使加入的信息是毫无价值的。我们之所以倾向于使用描述性的信息而不是没有人情味的统计数据，原因是前者更好地代表了我们的个人经验。当具有价值判断的信息被加入时（例如“迪克30岁，已婚，他对政治或社会问题不感兴趣，喜欢在闲暇时从事各种爱好，例如木匠活及数学游戏”），人们将***彻底***忽视基本比例而认为迪克一定是一个工程师，尽管他有70%的概率是一个律师。

人们会犯这样的错误很难怪，因为基本比例是枯燥乏味的，而经验却既生动又有趣。只要某家公司背后有一个非常令人激动的“故事”或传言，人们可以花相当于其盈利100倍的代价购买它的股票，而不去想什么在过去45年中，高市盈率股票的回报率超过市场平均水平的年份只有35%——这些故事是如此吸引人，大家都很乐意接受它们，而把基本比例置之脑后。

个体与总体

人性的特点决定了，要人们依从得自大量例子之中的抽象结论而不去理会某一个别例子的具体信息几乎是不可能的。我们感兴趣的是***这一家***公司或***这一只***股票，而不是这一类公司或这一类股票。大量的数据对我们来说毫无意义。在进行股票投资的时候，我们几乎总是对每一只个股进行分析、决策，很少从整体策略的角度去考虑问题。如果有关某一***只***股票的故事足够吸引人，我们愿意不去理会基本比例告诉我们的关于整个这一类股票的东西。

设想一下，假设保险公司也以这种个别案例个别处理的方式进行运作，会发生些什么。一位代理人会到你家里拜访，和你见面，了解有关你的配偶和子女的情况，最后根据他对你的***主观感觉或印象***做出决策。有多少本应得到保险的人会遭到拒绝，又有多少百万美元的保费会损失？反之亦然，本来不应获得保险的人可能反而得到了保险，因为尽管有精算模型的结论，代理人却感觉***这个人***有所不同。保险公司将由于额外的赔付而损失成百万的美元。

在股市投资中，如果我们从单一股票的角度、而不是从总体投资策

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

略的角度去行事，也会遇到同样的问题。具体股票具体分析的方法对投资的收益率有极大的影响，因为这一方法几乎一定导致有相当多的投资决策是在感情的基础上做出的。这是一种十分不可靠、不系统的方式，但它却是人们自然而然接受、最普遍应用的方式。

倾向于个人的经验

我们总是更多地依赖个人的经验而不是无感情的基本比例。在这方面，一个极好的例子就是1972年的总统竞选。那些对乔治·麦戈文（George McGovern）在全国的竞选活动进行追踪报道的记者们一致认为他即使不能当选，获胜者的得票数也不可能超过他的得票数的10%，尽管这些记者完全了解在民意调查中，麦戈文的支持率落后20个百分点，而在此前的24年中，各大主要民意调查的错误率都低于3%。这些嗅觉敏锐、才干出众的人之所以持有与基本比例相反的观点，就是因为他们过于相信自己“实实在在”的个人经历，他们亲眼目睹了支持麦戈文的人群，感受到了他们的热情，并且相信自己的感觉。股票分析在很大程度上与此类似，如果一位股票分析家实地考察过一家公司并且了解公司的老总，那么他就可能不理睬说明该公司不宜投资的统计数据。用社会学的术语说，这一股票分析家给予生动鲜明的证据较大权重，而给予苍白无生气的统计数据较小权重。

简单与复杂

此外，我们还倾向于相信复杂、人工的东西，而不相信简单、朴实的东西。我们肯定，要想投资获得成功，必须具备正确判断一系列变量并且据以采取行动的非常复杂的能力。

亚历克斯·巴弗勒斯（Alex Bavelas）教授设计了一个非常有意思的实验，他让两名实验者——史密斯和琼斯——分别面对两个投影屏幕，他们无法看见对方或彼此交流。两人被告知，这一实验的目的是让他们学会如何区分健康和有病的细胞。学习的方法是试错法，即他们面前分别有两个标明“健康”和“有病”的按钮，以及两个表明“正确”和“错误”的信号灯；每当屏幕上出现一个细胞，他们就猜测它是健康还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是不健康，然后按下相应的按钮，接着，他们面前的信号灯会亮起，告知所做的猜测是否正确。

实验设置了这样一个障碍：史密斯得到的反馈是真实的，即如果他猜得对，他面前“正确”的灯就会亮，如果他猜错了，“错误”灯就亮；因为他得到的反馈真实，很快他的猜测正确率就达到了大约80%，他所要做的只不过是简单的区分而已。但琼斯的情况就完全不同了。他得到的反馈不是真实的，而是基于史密斯的猜测正确与否！不论他的猜测是对是错，如果史密斯猜对了，他面前的“正确”灯就亮，如果史密斯猜错了，则“错误”灯亮。当然，琼斯不知道这一点。他被告知根据他获得的反馈他就能学会区分健康与不健康的细胞。换句话说，琼斯努力地搜寻真相，但却根本没有正确的方法。

实验人员接着要求史密斯和琼斯讨论他们所发现的区分健康细胞和有病细胞的方法。由于史密斯得到了正确的反馈，他得出的方法简单、具体、有效。琼斯的方法则微妙、复杂甚至华丽。毕竟，他必须从互相矛盾的猜测和臆断中“发现”某种方法。

令人惊奇的是，史密斯并不认为琼斯的解释荒谬、混乱或不必要地复杂。琼斯方法的“聪明”给他留下了深刻的印象，并且由于自己的方法是如此简单、朴实无华而感到自愧不如。琼斯的方法越复杂华丽，***就越有可能令史密斯信服***。

在进入下一轮实验之前，两位接受实验的人被询问，谁将在下一轮中比第一轮猜得更准，所有“琼斯”和大多数“史密斯”都回答是琼斯。事实上，琼斯的猜测准确率毫无提高，而史密斯的准确率则比上一轮下降许多，因为他试图运用从琼斯那儿学来的复杂方法做出猜测。

一个简单的解决方法

奥克汉姆的威廉姆，一位14世纪英格兰萨利地区奥克汉姆村的方济各会（Franciscan）修道士，制定了所谓的“节俭原则”，现在被称为“奥克汉姆剃刀”（Ockham's Razor）。许多世纪以来，这一原则一直是科学的指导原则之一。它的定理——例如“能在较少的假设前提下做到的事，即使做出更多的假设也不能做得更好”，“除非必要，不应随意扩充事物的本质属性”，等等——实际上可以提炼成这样一句话：“越简单

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

越好，亲爱的。”“奥克汉姆剃刀”说明，最简单的理论往往是最好的。

对于投资而言，这一道理同样成立。但是，成功的投资需要人们逆人性的特点行事。我们将简单的事情复杂化，具有从众心理，被有关某一股票的故事吸引，在做出决策的时候感情用事，根据小道消息和猜测来买卖股票，按具体股票具体分析的方式从事投资而没有任何内在的一贯策略。在进行决策时，我们以“现在时”看待每一件事，并且由于我们对信息按时间加权，我们给予最近的信息最大的份量。要想*不按*这种方式做出决策是非常困难的。回想一下你上一次犯大错的时候。随着时间过去，你会说，“当时我在想些什么呀！那个错误是如此明显，为什么当时我就没看到这一点呢?”当我们的感情和感觉随时间过去而逐渐淡化，从而能够以历史的观点去看待问题时，过去的错误就显得很明显了。但在犯错误的当时，我们必须与自己的感情搏斗。感情往往能够占上风，因为正如约翰·朱诺（John Junor）所说，“一盎司的感情等于一吨的事实。”

这一问题决不仅仅是头脑简单的人才会面对。养老基金的发起人具有金钱所能买到的最好信息和人才，但这些基金往往在熊市刚开始时大量买入股票，在其投资管理人员业绩周期的最低点将他们解雇，这是出了名的。机构投资者*说*它们以客观的方式、不带感情地做出投资决策，但事实并非如此。《财富与愚蠢》这本书的作者发现，尽管机构投资者的办公桌上堆满了深刻的分析报告，养老基金发起人中的大多数之所以选择外部经理人员，凭感情和感觉作投资，并且保留许多业绩糟糕的投资经理，其原因仅仅就是这些经理与发起人具有良好的个人关系。

实现成功投资的途径，在于研究长期的历史数据并找出一种或几种合理的投资策略。要记住考虑风险因素（收益的标准差），并选择可接受的风险水平。然后，***绝不要改变这一既定的策略***。

要想成功，让历史作你的指导。成功的投资者都不会忘记历史。他们从历史的角度理解现实并对现实做出反应。对于他们而言，*现在*不仅仅是今天，而且包括昨天和明天。考察某一投资策略业绩最好和最差的年份，这一点虽然简单，却是说明上述理念的很好例子。投资者如能了解一个策略可能的结果，将比不了解这一点的竞争者具有极大的优势。如果某一策略的预期最大损失是35%，而目前的损失为15%，则了解情况的投资者不仅不会恐慌，反而会由于情况没有变得更糟而感到欣

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

慰。了解某一投资策略的潜在波动范围能够约束感情和期望，并起到控制感情的作用。从历史的角度考虑问题，投资者所**懂得**的将主宰他们所**感觉的**。这是获得良好投资收益的惟一途径。

本书中的数据将提供这样一种历史的角度。它帮助我们认识到，每种投资策略的业绩都会有高潮和低谷，这些起伏应在意料之中，而不应使我们感到恐惧。书中的数据告诉你对于不同类别的股票，应当期望些什么。不要犹豫，不要改变主意，不要因为你认为某只股票会有不良的业绩就不买入它——只要它符合你的既定策略。不要试图比别人做得更好。回顾过去的 45 年，你会看到，许多投资策略既有业绩不如标准普尔 500 指数的阶段，也有业绩大大超过该指数的阶段。理解这一历史观点，从长期的角度看问题，然后让你的策略发挥效力。如果你这样做了，你成功的可能性是非常高的。如果你不这么做，那么你了解的知识再多也无法拯救你，你会发现自己属于那业绩低于标准普尔 500 指数的 80％的行列，而且始终不明白，“问题出在哪里呢?”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Rules of the Game

3

游戏的规则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

令人惊异的一个事实是，对于具有特定特征的证券的历史走势，华尔街所具有的系统性知识是如此之少。当然，我们有图表显示各类股票以及个股的长期价格波动。但除了按行业区分之外，我们并未对股票做出真正的分类。过去年代的分析家们似乎并没有给现在和未来的分析人员传下什么知识和技术，更谈不上令这些知识和技术不断扩展、积累了。金融业对过去经验所作的记录和分析是如此贫乏，当我们将金融业的发展与医学的发展相对比时，历史似乎都在责备我们。金融业有记录、经整理的资料远远不足，甚至无法判断这种经整理的资料是否有价值。在未来的年月里，我们分析人员必须进学校去学习前人所设立的课程，学习他们如何收集并研究各种事实，然后从这种学习中形成适合我们自己行业特点的研究方法。

——本·格雷厄姆

证券分析的鼻祖，1946 年

自从 1946 年以来，我们所取得的进展十分有限。许多研究发现小规模股票（总市值小）的收益高于大规模股票；低市盈率股票的收益高于高市盈率股票；股息率高的股票收益高；等等。但是，大多数研究所跨越的时间阶段仍然过短，甚至短到令投资管理业难堪的地步。许多研究的方法相当完美，尤其是对早期研究所作的批评，使得研究人员设计出更加严密的研究方法。几乎在每一份研究中，设计师似乎都在按照精心设计、符合情理的计划行事。但是，大多数研究所涉及的时间阶段都过短，无法得到合理的结论。许多研究所跨越的时间可以短至三至五年，而且许多研究人员认为五年的历史记录足以判断一位投资经理的能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力高低。但正如亚历山大·波普（Alexander Pope）的名言所说，一点点的知识是一件危险的事。跨越时间太短所得出的结论会给投资者极具误导性的信息。根据一位著名的研究人员的估计，要对某种投资策略的有效性做出合理的推断（例如假设它具有 95% 的可能性从统计角度说有效），需要 25 年以上的数据。

过短的时间阶段毫无价值

想一想繁荣的 60 年代。那时赶时髦、追求高成长性的投资经理们非常频繁地在不同股票之间转换，希望获得良好的投资回报，而买入具有高盈利增长率的股票就是实现这一目标的手段。

这里我们就能看到一个五年长的时期可能具有多大的误导性了。从 1963 年 12 月 31 日至 1968 年 12 月 31 日，如建立一个投资组合，每年买入 COMPUSTAT 数据库中每股收益增长百分比最高的前 50 只股票，并于期初投资10 000美元，则至期末将增值至35 000美元，每年复合收益率（compound return）超过 28%。而在同期内，期初每投资10 000美元于标准普尔 500 指数，期末将增值至 16 000 美元，每年收益率 10.16%。但不幸的是，同样的策略在下一个五年期中就没有这么好的业绩了。从 1968 年至 1973 年，该策略损失了一半以上的价值，而同期内标准普尔 500 指数的收益率则为正 2%。

这一次可不同

人们愿意相信现在与从前不同。现在市场已经电脑化了，大宗交易占了交易量的多数，个人投资者消失了，取而代之的是规模巨大的共同基金，代替个人投资者进行投资。有些人认为这些专业投资人士采用不同的决策机制，并且认为研究某一策略在 50 年代和 60 年代的业绩对于预测其未来的业绩效用甚微。

但事实上，自从伊萨克·牛顿（Isaac Newton）——他实在是一位才华出众的人——在 1720 年的南海贸易公司泡沫中遭受了重大损失以来，股市真正的变化实在并没有多少。牛顿哀叹道，他“能够计算天体的运动，却无法计算人类的疯狂”。在长期统计结论的基础上做出投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

决策的重要性恰恰在这里：股票的价格仍然是由人来决定的。而一旦人们的判断仍然受到恐惧、贪婪、希望和无知的左右，股票价格的错位就将持续下去，而那些能够严格运用经过时间考验的策略选股的投资者，也就仍然有许多机会。牛顿之所以遭受了损失，是因为他被当时狂热的风潮所影响，并且根据一个美妙的故事而不是事实做出了投资决策。股票的名称会发生变化，行业的兴衰会发生变迁，各种投资的风格会有时髦和过时之分，但决定某一只股票是否是良好投资对象的基本因素却没有变化。以一种长期的视角观察、研究收益是很关键的，因为只有经过充分的时间才能找到短期波动所掩盖的基本关系，同时这样做还有助于我们分析市场如何对一系列的事件做出反应，例如通货膨胀、股市崩盘、滞胀、衰退、战争、科学新发现等。未来的源头在于过去。历史从来不会出现***完全一样***的重复，但同样***类型***的事件会再次出现。

个别例子作为证据是不够的

我们随时随刻都能获得来自不同地方、不同人士的投资建议，但除了一些个别例子之外，没有什么强有力的证据来支持它们。许多投资经理会举出一些股票作为例子，来证明他们的建议是多么有用。遗憾的是，这些经理很方便地忽略了许多***其他的股票***，同样具有他们所推荐的特质，但是***收益不佳***。我们必须考察***投资策略***，而不是个股的回报如何。通常，在我们认为可能有效和实际有效的东西之间往往存在巨大的差别。本书的目的就在于介绍一种更科学、更系统的股票投资和投资组合管理方法。为做到这一点，我努力遵循那些区分严密和不严密方法的科学规则，包括以下一些内容：

明确性　所有的模型必须使用明确说明的投资策略，对于将要检验的策略或规则不能有丝毫的含糊和不明确，也不能有多种不同的对于该策略或规则的理解。

公开性　对所检验的规则必须给予明确、公开的说明，以使任何具备足够时间、金钱、数据、设施和意愿的人都能够自己重复模型的结果。规则必须合理，并且不能是从模型为进行检验而使用的数据中得出的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可靠性 使用相同的规则和数据库，任何人都应能获得相同的结果。此外，结果在很长的时间中必须具有一致性。长期性结论的价值决不会仅仅来自于短短的几年。

客观性 我一直尝试使用那些具有直观性、逻辑性并且易于理解的规则，但在所有的情况中，我使用的规则都是客观的。它们与研究人员的社会地位、经济状况以及文化背景相独立，而且不需要任何特殊的知识、信息和理解力。

可靠的数据库 历史性检验存在很多困难，而数据的质量是其中最主要的。一切大规模的历史数据库都包含了许多误差。考察一下标准普尔公司“COMPUSTAT 主动与研究”数据库，你就会发现，该数据库中所包含的数据质量相当高，但是，问题仍然存在。毫无疑问，数据库中有些股票的拆分未得到相应调整，有些股票的账面值在好几年中不准确，有些股票的盈利数字不准并且未经改正，甚至有时股票价格可能由31 被错写为 13，如此等等。这些问题对于*任何*检验股市投资策略的研究都是存在的，必须予以足够的重视，尤其是当某一策略的结果仅仅略微高于市场平均收益时更需如此。

可能存在的问题

许多对华尔街所青睐的投资策略进行的研究都存在严重的问题，它们包括：

数据提炼有误 从康涅狄格州的格林威治到曼哈顿的大中央车站，乘快速列车需要大约 40 分钟时间。在这段时间内，你可以在车厢里左右张望，并且发现各种有关同车乘客的在统计上显著的特征。可能在这节车厢里有许多金发碧眼的女士，或有 75% 的乘客眼睛是蓝色的，或者大多数乘客都出生在 5 月份。但是，这些关系可能只不过是偶然的结果，对于这节车厢之前或之后的车厢就不一定成立了。当你根据本车厢的情况试图找出上述关系时，你所犯的错误就称为数据提炼有误。你所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

找到的统计关系对于***某一数据组的拟合非常好，但无法拟合另一数据组***。只要你“折磨”这组数据的时间足够长，它们会“承认”任何事情。如果所找到的关系没有理论或常识上的解释，则它很可能只是偶然的结果。从而，如果你看到某种策略要求你仅在星期三买入股票然后持有 16.5 个月，这一定是数据提炼有误的结果。

时间长度太短　在 5 到 10 年的期限内，***任何***策略都可能获得好的收益。有无数的股票投资策略都存在这样的问题，即在某一阶段内具有极好的回报，但在长期中结果却很糟糕。即使是毫无根据的策略也可能在某一特定的年份中获得成功。例如，在 1996 年，由股票代码中含有元音字母——A、E、I、O、U 和 Y——的股票构成的股票组合比标准普尔 500 指数的收益率高 11%，但很显然这并不说明靠元音字母选股就是一个好的策略！上述例子仅仅说明了，在 1996 年偶然性的结果使该股票组合的收益率超过了标准普尔 500 指数。研究所跨的时间越长，相应策略在未来继续有效的可能性就越大。从统计上说，来自大样本的结果的可信度总是高于来自小样本的结果。

未剔除超小型股　许多研究存在一个严重的问题，即它们包括市值规模极小的股票，而要买入这类股几乎是不可能的。以市值规模在 2 500万美元以下的股票为例，在我们所研究的 45 年时间里，如果将 COMPUSTAT 数据库中所有市值规模在2 500万美元以下的股票组成一个组合，并投资10 000美元于该组合，则 45 年后这10 000美元将增值为80 600万美元！遗憾的是，实际上没有人能按数据库中的相应价格***买入***这些股票。它们几乎不具有任何交易流动性，一笔大额的买单就将使其价格出现飙升。奥肖内西资金管理公司委托莱曼兄弟公司（Lehman Brothers）对 COMPUSTAT 数据库中所有市值规模在2 500万美元以下的股票 1997 年第一季度的流动性进行了一项研究。研究结果发现，这些股票在该季度几乎没有任何交易额，并且其买入价和卖出价之间的差距是 100%的好几倍！此外，即使能够买入这些小盘股，所需要的交易成本也将是非常高昂的。

大多数学术性研究给小盘股的定义是，组成纽约股票交易所市值规模第五组（最小一组）的股票。而这些股票中也有许多是***无法***进行交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的。事实上，在晨星公司数据库中，1997年9月30日全部投资小盘股票的514家共同基金，其股票的市值中位数高达8亿6000万美元！仅有7只共同基金的股票市值中位数低于1亿美元，而这7只基金中，只有2只基金管理的资金数额超过了1亿美元。由此可见，尽管许多投资小盘股的共同基金运用学术研究成果支持它们的投资方法，没有基金能够买到可推动其业绩增长的股票。

让我们看一看不同规模的股票市值是如何影响投资策略的回报率的。以1967年为例，那是一个盛行投资于高成长性股票的年代。如果买入了前一年每股收益增长率最高的50只股票，则按市值水平划分的收益率为：

- 市值高于100万美元（包括数据库中几乎全部股票）：+121.3%
- 市值高于数据库的中位数（包括数据库中市值高的一半股票）：+83.9%
- 市值高于数据库的平均数（包括数据库中市值最大的16%股票）：+29.6%

生存偏差（survivorship bias）　许多研究不包括破产公司的股票，从而使其所得出的收益率具有向上的偏差。许多公司的股票由于破产、或被兼并而从数据库中消失了。尽管大多数新的研究都包括一个由摘牌股票组成的部分，许多早期的研究却未包括这类摘牌股票。

前视偏差（look - ahead bias）　许多研究假设投资者拥有某些基本信息，而事实上他们不可能获得这些信息。例如，研究人员经常假设投资者在1月份就掌握了年度盈利数字，而事实上各公司在3月份之后才会公布盈利情况。这也会使得出的收益率出现向上的偏差。

游戏的规则

我试图用以下方法纠正上述问题：

研究总体　本书的研究总体是标准普尔公司“COMPUSTAT主动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与研究”数据库中1951年至1996年的数据。据我所知，这45年的数据是用于研究一系列流行投资策略的最长时间阶段，而时间长度对研究具有极其巨大的重要性。从70年代早期到80年代早期进行的任何研究都会发现侧重投资价值的策略具有良好的回报，正如60年代进行的任何研究都会推荐侧重成长性的策略一样。在华尔街，流行的投资风格时时发生变化，因此研究的时间期限越长，结论的实用价值就越高。从统计角度说，最奇怪的结论来自最小的样本，大样本总是能够提供优于小样本的结论。有些养老金顾问使用称为***可靠性数学***的统计学分支来从过去的收益记录中预测未来，他们发现，要想对未来做出准确的预测，***至少***需要14个收益期间的历史记录。

为避免出现***生存偏差***，COMPUSTAT数据库中包括一个特别的研究文件，列出原先在交易所上市，后由于合并、破产或其他原因而摘牌的股票数据。大多数接受检验的模型由我的公司，奥肖内西资金管理公司在1994年至1995年期间设计。从而，在1950年至1993年期间，任何策略的收益均未出现改动，即其他研究所称的***样本外***不变期。

股票市值　除专门以小盘股票（Small Capitalization Stocks）为研究对象的检验之外，我仅从两个股票类别中抽取研究样本。第一类仅包括市值超过1亿5000万美元的股票（按通货膨胀率调整），在本书后文中将这一股票类别统称为“全部股票”（All Stocks）。表3-1说明如何根据通胀情况求得各年的市值最低水平。在本书中我们将继续使用该表中列出的各年数字，以后再次对本书进行修订时将根据向上调整的通货膨胀率数字计算新的调整值。第二类则包括规模较大、知名度较高的股票，其市值须高于数据库的平均值（通常为数据库中按市值排列于前16%的股票）。在本书后文中将这一股票类别统称为“大盘股票”（Large Stocks）。表3-2显示了市值超过数据库平均值的股票的数量。在所有的情况下，我均将数据库中市值最小的股票排除于考虑之外。例如，1996年底数据库中有4400多只股票被排除，因为它们的市值低于按通胀率调整后的1亿5000万美元这一最低市值标准。在同一年，仅有1202只股票的市值超过了数据库的平均值。

选择1亿5000万美元这一标准，是在咨询了华尔街几家较大经纪公司的交易员之后确定的。他们认为在1995年（我撰写本书第一版

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时)，要将 1 亿美元的资金投资于 50 只股票，其市值的最低限应为 1 亿 5000 万美元。设定这样一个最低限的目的是为了避免将超小型股包括在内，并且能将注意力集中在职业投资者可自由买卖而不会遭遇流动性问题的那些股票上。通货膨胀的影响是显著的：1950 年仅为 2700 万美元的市值，就相当于 1994 年的 1 亿 5000 万美元（见表 3－1)。

避免前视偏差 我使用的全部为公开的年度信息。对于 1951 年至 1994 年这一期间，我还在使用所有数据时至少安排了 11 个月的时滞，以确保所有信息在建立投资组合时即可为投资者所用。尽管 11 个月的时滞可能显得有些过分，但这与每年对当年的数据库信息进行处理所得出的结果是一致的。自 1994 年以来，检验的结果都是来自实时投资组合的，因而无须安排时滞。对于本书目前以及此后的修订版，我都将使用每一投资策略于每年 12 月 31 日选择的实际投资组合作为检验的对象。

表 3－1 按通货膨胀率调整后的金额*

年度（截止以下日期的一年）	通货膨胀调整因子	1.5 亿美元的调整后值	前五年平均数
1952 年 12 月 31 日	5.60	$ 26 763 261.88	
1953 年 12 月 31 日	5.57	$ 26 924 919.17	
1954 年 12 月 31 日	5.60	$ 26 799 185.73	$ 26 829 122.26
1955 年 12 月 31 日	5.58	$ 26 888 995.33	
1956 年 12 月 31 日	5.42	$ 27 661 357.92	
1957 年 12 月 31 日	5.26	$ 28 505 568.20	
1958 年 12 月 31 日	5.17	$ 29 008 501.98	
1959 年 12 月 31 日	5.10	$ 29 439 588.07	$ 28 300 802.30
1960 年 12 月 31 日	5.02	$ 29 870 674.17	
1961 年 12 月 31 日	4.99	$ 30 068 255.30	
1962 年 12 月 31 日	4.93	$ 30 445 455.63	
1963 年 12 月 31 日	4.85	$ 30 948 389.41	
1964 年 12 月 31 日	4.79	$ 31 307 627.83	$ 30 528 080.47
1965 年 12 月 31 日	4.70	$ 31 918 333.13	
1966 年 12 月 31 日	4.55	$ 32 978 086.46	
1967 年 12 月 31 日	4.41	$ 33 983 954.02	
1968 年 12 月 31 日	4.22	$ 35 582 564.96	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	通货膨胀调整因子	1.5亿美元的调整后值	前五年平均数
1969年12月31日	3.97	$37 755 957.37	$34 443 779.19
1970年12月31日	3.77	$39 839 540.17	
1971年12月31日	3.64	$41 168 722.31	
1972年12月31日	3.52	$42 587 714.05	
1973年12月31日	3.24	$46 323 793.56	
1974年12月31日	2.89	$51 981 798.59	$44 380 313.73
1975年12月31日	2.70	$55 628 068.49	
1976年12月31日	2.57	$58 304 394.68	
1977年12月31日	2.41	$62 256 017.24	
1978年12月31日	2.21	$67 860 136.51	
1979年12月31日	1.95	$76 894 982.64	$64 188 719.91
1980年12月31日	1.74	$86 432 762.54	
1981年12月31日	1.59	$94 156 388.46	
1982年12月31日	1.53	$97 802 658.36	
1983年12月31日	1.48	$101 520 775.95	
1984年12月31日	1.42	$105 526 248.28	$97 087 773.92
1985年12月31日	1.37	$109 513 830.68	
1986年12月31日	1.35	$110 753 203.21	
1987年12月31日	1.30	$115 638 845.65	
1988年12月31日	1.24	$120 740 031.31	
1989年12月31日	1.19	$126 344 150.40	$116 598 012.21
1990年12月31日	1.12	$134 067 776.31	
1991年12月31日	1.09	$138 181 056.16	
1992年12月31日	1.05	$142 186 564.48	
1993年12月31日	1.03	$146 084 301.28	
1994年12月31日	1.00	$150 000 000.00	$150 000 000.00
1995年12月31日	1.00	$150 000 000.00	
1996年12月31日**	1.00	$150 000 000.00	

* 以五年平均数为下限。

** 1998年后通货膨胀调整因子将上升。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3-2 大盘股所占比例*

年度（截止以下日期的一年）	市值超过数据库平均数的股票数量	数据库中股票总数	"大盘股票"所占比例
1952 年 12 月 31 日	110	560	20%
1953 年 12 月 31 日	137	581	24%
1954 年 12 月 31 日	153	629	24%
1955 年 12 月 31 日	147	657	22%
1956 年 12 月 31 日	136	682	20%
1957 年 12 月 31 日	141	692	20%
1958 年 12 月 31 日	148	797	19%
1959 年 12 月 31 日	160	860	19%
1960 年 12 月 31 日	177	1 447	12%
1961 年 12 月 31 日	220	1 622	14%
1962 年 12 月 31 日	300	1 792	17%
1963 年 12 月 31 日	272	1 986	14%
1964 年 12 月 31 日	342	2 136	16%
1965 年 12 月 31 日	377	2 351	16%
1966 年 12 月 31 日	402	2 487	16%
1967 年 12 月 31 日	430	2 698	16%
1968 年 12 月 31 日	479	2 969	16%
1969 年 12 月 31 日	525	3 132	17%
1970 年 12 月 31 日	539	3 155	17%
1971 年 12 月 31 日	541	3 414	16%
1972 年 12 月 31 日	580	3 684	16%
1973 年 12 月 31 日	589	3 639	16%
1974 年 12 月 31 日	584	3 644	16%
1975 年 12 月 31 日	544	3 695	15%
1976 年 12 月 31 日	599	3 832	16%
1977 年 12 月 31 日	635	3 852	16%
1978 年 12 月 31 日	667	3 980	17%



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	市值超过数据库平均数的股票数量	数据库中股票总数	“大盘股票”所占比例
1979年12月31日	670	4 262	16%
1980年12月31日	739	4 478	17%
1981年12月31日	712	4 917	14%
1982年12月31日	814	5 030	16%
1983年12月31日	830	5 531	15%
1984年12月31日	868	5 476	16%
1985年12月31日	833	5 537	15%
1986年12月31日	860	5 992	14%
1987年12月31日	842	6 130	14%
1988年12月31日	830	6 009	14%
1989年12月31日	842	5 877	14%
1990年12月31日	833	5 457	15%
1991年12月31日	806	5 891	14%
1992年12月31日	845	6 554	13%
1993年12月31日	947	7 312	13%
1994年12月31日	1 008	7 919	13%
1995年12月31日	1 158	8 718	13%
1996年12月31日	1 214	9 326	13%
平均值	540	3 566	16%

* 资料来源：COMPUSTAT 数据库，1952年～1996年。

使用早期数据有一个潜在的问题，即 COMPUSTAT 数据库本身是在变化的。如图 3－1 所示，标准普尔公司始终在扩展其数据库。许多规模较小的股票被逐步加入，其历史记录最长也不过五年。并且这类股票被加入数据库的原因经常***恰恰就在于***它们的成功，因此前视偏差就成为一个真正的问题。尽管本书可能难以避免这一偏差，但由于规模最小的股票被排除在考虑范围之外，这方面的问题已经大大减小了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

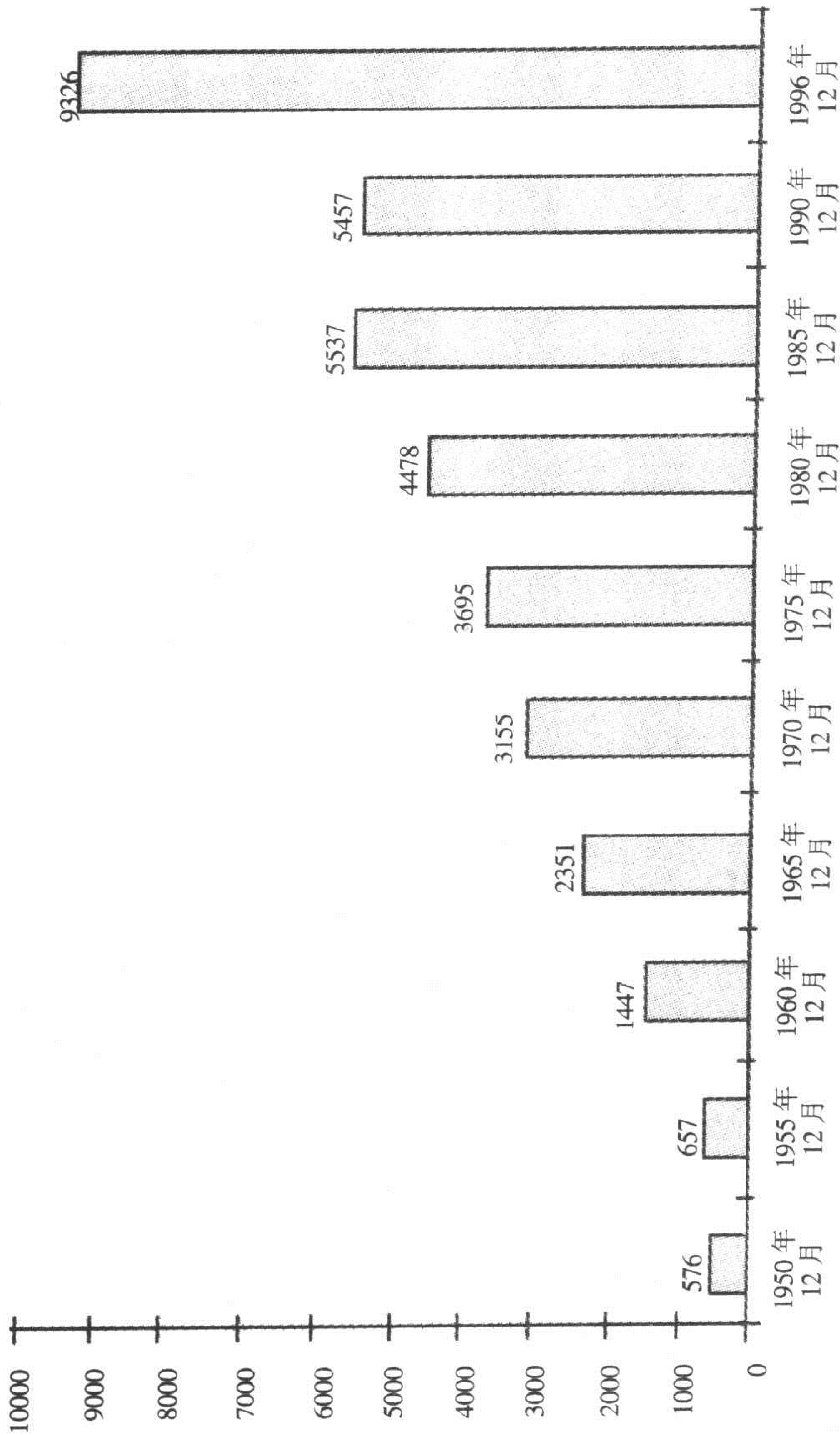


图 3－1 标准普尔 COMPUSTAT 数据库所包括的股票数量，1950 年～1996 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使用按风险调整的数据对组合进行年度调整 我对各种投资组合每年进行调整。组合内股票的权重彼此相等，不考虑贝塔（β）值、行业区别及其他方面的不同。COMPUSTAT 数据库中包括的外国公司股票也可进入投资组合。由于数据方面的限制，我不得不在资本升值率上加上股息率以求得股票的年度总收益率，这使计算出的结果略微低估了实际的收益率，因为股息的再投资未被考虑在内。自 1994 年起，检验使用的是实时的投资结果，能够充分反映股息的再投资效应。

年度内不发生任何交易的假设可能对我的结论有所影响，因为这一假设有利于那些较少进行交易的投资策略，但我认为，许多要求进行大量交易的投资策略看似效果好，实际上一旦将交易成本考虑在内，其结果就变得很一般了。此外，我对每年的收益率数字进行了仔细的审核，并将收益极高或极低的股票或数据与外部信息不符的股票排除在外。

我还对收益的绝对数字和按风险调整后的数字作了比较。风险调整收益率（risk - adjusted returns）将一个组合的波动性——以收益的标准差（standard deviation of return）衡量——考虑在内。一般来说，相对于一个年收益率 16%、收益标准差 30% 的投资组合而言，投资者更愿意持有一个年收益率 15%、收益标准差 20% 的组合。绝对收益率（absolute advantage）一个百分点的优势不足以补偿高风险带来的收益的巨幅波动。我采用著名的夏普收益风险指数（Sharpe ratio of reward to risk）来作比较，比率高的组合风险调整收益就高。夏普指数的计算很简单，先将无风险收益率从一个组合的平均收益率中减去，再用所得的数字除以该组合收益率的标准差。这一指数很重要，因为它反映了风险水平。例如，表 3 - 3 中显示的投资策略具有高于标准普尔 500 指数的*绝对*收益率，但其风险调整收益率*低于*该指数，因为这一策略的收益波动性高得多。

最低和最高预期收益 此外，在所有投资策略的总结部分，除过去 45 年中该策略所实际取得的最高和最低收益数据之外，我还提供了它的最高和最低预期收益。这是*非常*有用的信息，因为投资者可以了解任何投资策略可能的最大损失，然后决定是否能够接受这一风险。

由50只股票构成组合 除第4章之外（考察不同市值股票的收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3-3　　确定某一投资策略的风险调整收益率

年度（截止以下日期的一年）	标准普尔 500 指数	投资策略	国债券	标准普尔 500 指数－国债券	投资策略－国债券
1986 年 12 月 31 日	18.47%	27.00%	5.98%	12.49%	21.02%
1987 年 12 月 31 日	5.23%	10.50%	5.78%	−0.55%	4.73%
1988 年 12 月 31 日	16.81%	7.00%	6.67%	10.14%	0.33%
1989 年 12 月 31 日	31.49%	36.50%	8.11%	23.38%	28.39%
1990 年 12 月 31 日	−3.17%	−10.90%	7.49%	−10.66%	−18.39%
1991 年 12 月 31 日	30.55%	63.90%	5.38%	25.18%	58.53%
1992 年 12 月 31 日	7.67%	0.70%	3.43%	4.24%	−2.73%
1993 年 12 月 31 日	9.99%	44.10%	3.00%	6.99%	41.10%
1994 年 12 月 31 日	1.31%	−4.20%	4.25%	−2.94%	−8.45%
1995 年 12 月 31 日	37.43%	25.00%	5.49%	31.94%	19.51%
1996 年 12 月 31 日	23.07%	18.60%	5.21%	17.86%	13.39%
平均数	16.26%	19.84%	5.53%	10.73%	14.31%
标准差	12.69%	21.38%	1.50%	12.43%	21.55%

标准普尔 500 指数的风险调整收益率等于 10.73%除以 12.69%，或 84.55。

该投资策略的风险调整收益率等于 14.31%除以 21.38%，或 66.93。

情况），所有其他的投资组合都由 50 只股票构成。通过对个人及机构投资经理的粗略调查，我们发现一般的投资组合均以 50 只股票为最低限度。许多得到普遍应用的指数或平均数由较多的股票构成，例如标准普尔 500 指数，但也有相当多的平均数使用 50 只或更少的股票，例如道·琼斯工业平均数和拜伦 50 只股票平均数（Barron’s 50 stock average)。下一步我考虑风险分散的益处。内华达大学的教授杰拉尔德·纽博尔德（Gerald Newbould）和伯斯·波恩（Percy Poon）研究了投资组合中股票数量对组合总体收益和波动性的影响。他们发现持有 8 至 20 只股票——普遍推荐的数量——并不能充分实现风险分散的益处。他们的结论是，要达到投资经理们一般声称能够实现的风险——收益水平，其投资组合至少需要 25 只股票。如果组合中包括市值规模较小的股票，则股票数量应达到 50 只或更多。

在这一修订版中，我们还将根据各种指标对总体样本进行平均分组，然后研究各组的收益情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对策略的严格遵循　我检验的是投资策略，而不是交易策略。我的结论是，美国的股票市场并未达到完全的有效率。投资者只要在长期中严格遵循较好的投资策略，就***能够***实现高于市场平均水平的收益率。简单、得到严格遵循的策略——例如买入道·琼斯工业平均数成分股中股息率最高的十只股票——在过去 69 年中实现了良好的回报，因为它们不受市场情绪的影响，而且能***强迫***投资者在某公司遭受压力或困难时买入其股票。在波佩尔事件之后，没有人***愿意***买入联合碳化公司（Union Carbide）的股票，在弗尔德兹油泄事件之后，没有人对艾克森公司（Exxon）的股票感兴趣，但恰恰这样的时候是最好的买入时机。

成本　我们的研究未包括交易成本因素。每一个读者所面临的交易成本都有所不同，交易额上百万美元的机构投资者与交易额不够一手的个人投资者显然有着极其不同的交易成本。因此，各类投资者都可根据自身的情况，将相应的交易成本从原始数据中减去。

但是，自从本书第一版出版以来，利用计算机网络进行交易的经纪人已经大大降低了个人投资者从事股票交易的成本。在许多情况下，个人投资者可以买卖任何数量的股票，而交易佣金仅为固定的 12 美元。这一变化使购买大量股票对于个人投资者而言，变得更加现实了，因为他们的交易结构与大型机构投资者已经十分类似。

现在让我们来看一看对各种投资策略所作的检验。我们首先回顾一下不同市值规模的股票的收益情况，然后研究单因素和多因素组合的收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Ranking Stocks by Market Capitalization: Size Matters

4

按市值排列股票：规模的重要性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要掌握一门课程，首先必须循序渐进，由简入难。

——托马斯·曼

首先，我们来看一看前文所述“全部股票”和“大盘股票”这两个样本组中，股票市值与其收益之间的关系，以确立一个基本比例，作为比较一切其他投资策略的基础。“全部股票”指所有市值高于1亿5000万美元（按通货膨胀率调整后值）的股票，“大盘股票”指市值高于标准普尔COMPUSTAT数据库市值平均数的股票（通常包括该数据库中按市值排列在前16%的股票）。对于这两组样本，我们都从1951年12月31日投资10 000美元开始，并且每年对组合按定义进行调整。如我们以后所有的检验一样，组合中各只股票具有相等的权重，所有的股息均被再投资，并且为避免前视偏差，对所有的相关数据（如在外普通股数量等）均假设一定的时间滞后期。图4-1显示了比较的结果。如第1章所提到的，在市值超过COMPUSTAT数据库平均数的所有股票（“大盘股票”）与标准普尔500指数之间，几乎没有什么区别。回想一下，我们提到，1951年12月31日投资于标准普尔500指数的10 000美元在1996年12月31日将价值1 738 417美元，而等额资金若在同期内投资于“大盘股票”，将增值至1 590 667美元。这一结果毫不奇怪，因为投资于标准普尔500指数事实上就相当于投资于规模大、知名度高的股票。表4-1显示了各组投资的年度收益。

投资于“全部股票”的组合获得了好得多的业绩：期初的10 000美元增值至2 677 557美元。但是，正如表4-2所示，这一组合的业绩并非没有起伏。有些时候“全部股票”的业绩超过了“大盘股票”，另一些时候则反之。在1975年12月31日至1983年12月31日之间，“大盘股票”的收益率大大低于“全部股票”，而在接下来的1984年12月31日至1990年12月31日这一期间，“大盘股票”的收益则高于“全部股票”。此外，“全部股票”的收益标准差也高于“大盘股票”。

为确立一个基本比例，我们研究了各组投资在滚动的五年期及十年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

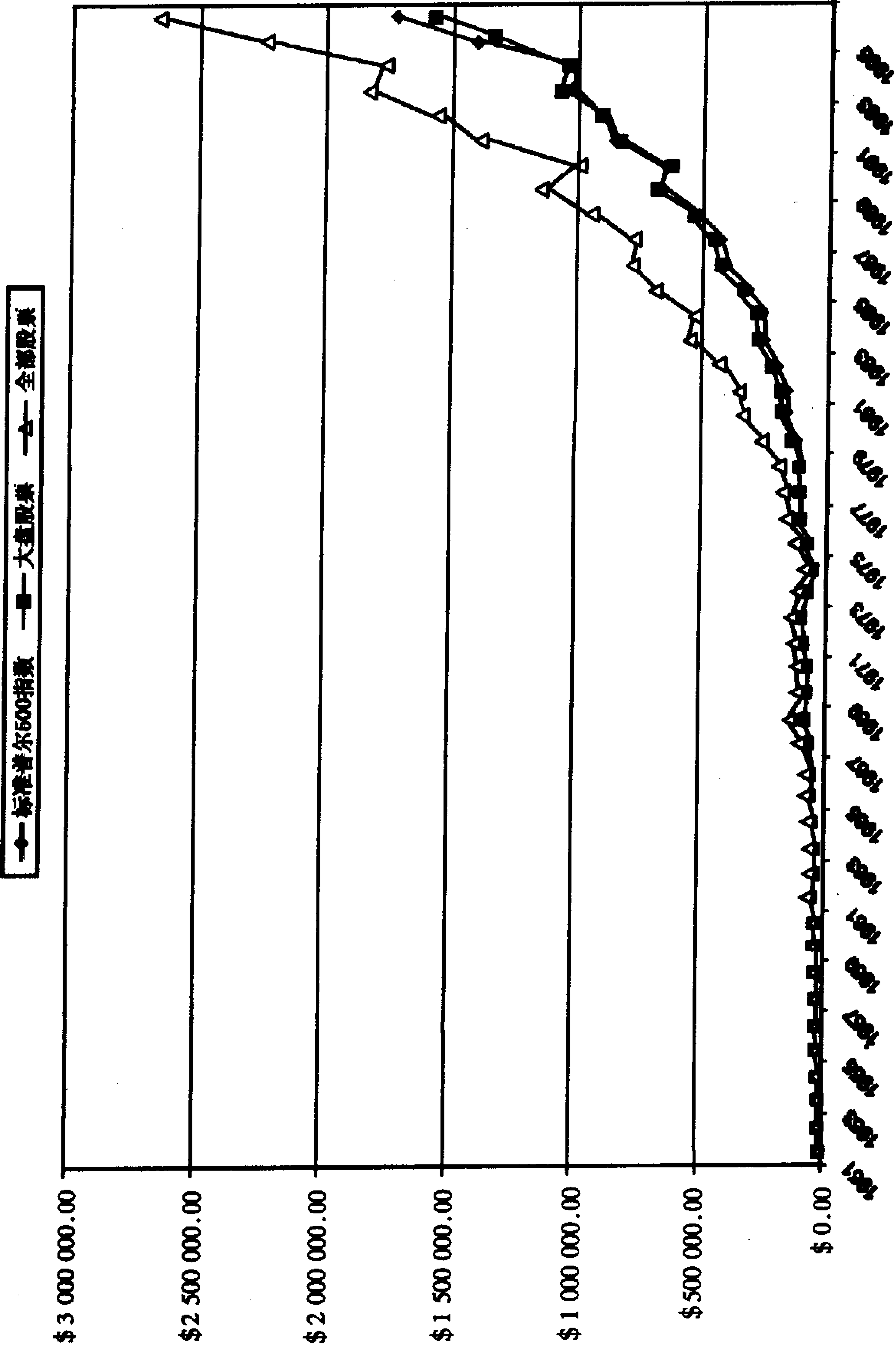


图 4-1 各组样本的总收益，1951 年～1996 年，1951 年底 = 10 000 美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期内的收益情况，并发现在全部 41 个五年滚动期（rolling 5 - year periods）中，“全部股票”的收益有 30 个（或 73% 的时间）高于“大盘股票”。在全部 36 个十年滚动期（rolling 10 - year periods）中，“全部股票”的收益则有 27 个（或 75% 的时间）高于“大盘股票”。这些结果说明，与其仅仅投资于规模大、知名度高的股票，不如在“全部股票”这一更大的范围内进行投资。表 4 - 3 概括了上述结论，表 4 - 4 则将各组投资的收益率按十年期显示出来。

表 4 - 1 年度收益率比较*

年度（截止以下日期的一年）	标准普尔 500 指数	市值超过数据库平均数的股票“大盘股票”	市值超过 1.5 亿美元的股票“全部股票”
1952 年 12 月 31 日	18.37%	9.30%	7.90%
1953 年 12 月 31 日	-0.99%	2.30%	2.90%
1954 年 12 月 31 日	52.62%	44.90%	47.00%
1955 年 12 月 31 日	31.56%	21.20%	20.70%
1956 年 12 月 31 日	6.56%	9.60%	17.00%
1957 年 12 月 31 日	-10.78%	-6.90%	-7.10%
1958 年 12 月 31 日	43.36%	42.10%	55.00%
1959 年 12 月 31 日	11.96%	9.90%	23.00%
1960 年 12 月 31 日	0.47%	4.80%	6.10%
1961 年 12 月 31 日	26.89%	27.50%	31.20%
1962 年 12 月 31 日	-8.73%	-8.90%	-12.00%
1963 年 12 月 31 日	22.80%	19.50%	18.00%
1964 年 12 月 31 日	16.48%	15.30%	16.30%
1965 年 12 月 31 日	12.45%	16.20%	22.60%
1966 年 12 月 31 日	-10.06%	-4.90%	-5.20%
1967 年 12 月 31 日	23.98%	21.30%	41.10%
1968 年 12 月 31 日	11.06%	16.80%	27.40%
1969 年 12 月 31 日	-8.50%	-9.90%	-18.50%
1970 年 12 月 31 日	4.01%	-0.20%	-5.80%
1971 年 12 月 31 日	14.31%	17.30%	21.30%
1972 年 12 月 31 日	18.98%	14.90%	11.00%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	标准普尔500指数	市值超过数据库平均数的股票“大盘股票”	市值超过1.5亿美元的股票“全部股票”
1973年12月31日	-14.66%	-18.90%	-27.20%
1974年12月31日	-26.47%	-26.70%	-27.90%
1975年12月31日	37.20%	43.10%	55.90%
1976年12月31日	23.84%	28.00%	35.60%
1977年12月31日	-7.18%	-2.50%	6.90%
1978年12月31日	6.56%	8.10%	12.20%
1979年12月31日	18.44%	27.30%	34.30%
1980年12月31日	32.42%	30.80%	31.50%
1981年12月31日	-4.91%	0.60%	1.70%
1982年12月31日	21.41%	19.90%	22.50%
1983年12月31日	22.51%	23.80%	28.10%
1984年12月31日	6.27%	-0.40%	-3.40%
1985年12月31日	32.16%	19.50%	30.80%
1986年12月31日	18.47%	32.20%	13.10%
1987年12月31日	5.23%	3.30%	-1.30%
1988年12月31日	16.81%	19.00%	21.20%
1989年12月31日	31.49%	26.00%	21.40%
1990年12月31日	-3.17%	-8.70%	-13.80%
1991年12月31日	30.55%	33.00%	39.80%
1992年12月31日	7.67%	8.70%	13.80%
1993年12月31日	9.99%	16.30%	16.60%
1994年12月31日	1.31%	-1.90%	-3.40%
1995年12月31日	37.43%	28.50%	27.00%
1996年12月31日	22.20%	18.70%	18.30%
算术平均数	13.39%	13.11%	14.97%
标准差	16.65%	16.01%	19.51%

* 资料来源：COMPUSTAT 数据库。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4－2　“全部股票”与“大盘股票”的年度收益率对比

年度（截止以下日期的一年）	市值超过数据库平均数的股票“大盘股票”	市值超过 1.5 亿美元的股票“全部股票”	“全部股票”相对于“大盘股票”的收益率
1952 年 12 月 31 日	9.30%	7.90%	－1.40%
1953 年 12 月 31 日	2.30%	2.90%	0.60%
1954 年 12 月 31 日	44.90%	47.00%	2.10%
1955 年 12 月 31 日	21.20%	20.70%	－0.50%
1956 年 12 月 31 日	9.60%	17.00%	7.40%
1957 年 12 月 31 日	－6.90%	－7.10%	－0.20%
1958 年 12 月 31 日	42.10%	55.00%	12.90%
1959 年 12 月 31 日	9.90%	23.00%	13.10%
1960 年 12 月 31 日	4.80%	6.10%	1.30%
1961 年 12 月 31 日	27.50%	31.20%	3.70%
1962 年 12 月 31 日	－8.90%	－12.00%	－3.10%
1963 年 12 月 31 日	19.50%	18.00%	－1.50%
1964 年 12 月 31 日	15.30%	16.30%	1.00%
1965 年 12 月 31 日	16.20%	22.60%	6.40%
1966 年 12 月 31 日	－4.90%	－5.20%	－0.30%
1967 年 12 月 31 日	21.30%	41.10%	19.80%
1968 年 12 月 31 日	16.80%	27.40%	10.60%
1969 年 12 月 31 日	－9.90%	－18.50%	－8.60%
1970 年 12 月 31 日	－0.20%	－5.80%	－5.60%
1971 年 12 月 31 日	17.30%	21.30%	4.00%
1972 年 12 月 31 日	14.90%	11.00%	－3.90%
1973 年 12 月 31 日	－18.90%	－27.20%	－8.30%
1974 年 12 月 31 日	－26.70%	－27.90%	－1.20%
1975 年 12 月 31 日	43.10%	55.90%	12.80%
1976 年 12 月 31 日	28.00%	35.60%	7.60%
1977 年 12 月 31 日	－2.50%	6.90%	9.40%
1978 年 12 月 31 日	8.10%	12.20%	4.10%
1979 年 12 月 31 日	27.30%	34.30%	7.00%
1980 年 12 月 31 日	30.80%	31.50%	0.70%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	市值超过数据库平均数的股票“大盘股票”	市值超过1.5亿美元的股票“全部股票”	“全部股票”相对于“大盘股票”的收益率
1981年12月31日	0.60%	1.70%	1.10%
1982年12月31日	19.90%	22.50%	2.60%
1983年12月31日	23.80%	28.10%	4.30%
1984年12月31日	-0.40%	-3.40%	-3.00%
1985年12月31日	19.50%	30.80%	11.30%
1986年12月31日	32.20%	13.10%	-19.10%
1987年12月31日	3.30%	-1.30%	-4.60%
1988年12月31日	19.00%	21.20%	2.20%
1989年12月31日	26.00%	21.40%	-4.60%
1990年12月31日	-8.70%	-13.80%	-5.10%
1991年12月31日	33.00%	39.80%	6.80%
1992年12月31日	8.70%	13.80%	5.10%
1993年12月31日	16.30%	16.60%	0.30%
1994年12月31日	-1.90%	-3.40%	-1.50%
1995年12月31日	28.50%	27.00%	-1.50%
1996年12月31日	18.70%	18.30%	0.40%
算术平均数	13.11%	14.97%	1.99%
标准差	16.01%	19.51%	3.50%

表4-3　　　　收益率情况概述*

	标准普尔500指数	市值超过数据库平均数的股票“大盘股票”	市值超过1.5亿美元的股票“全部股票”
算术平均数	13.39%	13.11%	14.97%
收益标准差	16.65%	16.01%	19.51%
夏普风险调整指数	48.00	48.00	49.00

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	标准普尔 500 指数	市值超过数据库平均数的股票“大盘股票”	市值超过 1.5 亿美元的股票“全部股票”
3 年期复合收益率	19.38%	14.38%	13.22%
5 年期复合收益率	15.04%	13.60%	14.00%
10 年期复合收益率	15.20%	13.53%	12.92%
15 年期复合收益率	16.74%	15.16%	14.44%
20 年期复合收益率	14.51%	14.37%	14.97%
25 年期复合收益率	12.51%	12.34%	12.74%
30 年期复合收益率	11.82%	11.67%	12.43%
35 年期复合收益率	10.93%	10.96%	11.64%
40 年期复合收益率	11.16%	11.36%	12.62%
年度复合收益率	12.15%	11.92%	13.23%
10 000 美元增值为	$ 1 726 128.00	$ 1 590 667.00	$ 2 677 557.00
最高年度收益	52.62%	44.90%	55.90%
最低年度收益	-26.47%	-26.70%	-27.90%
最高年度预期收益 * *	46.69%	45.12%	53.98%
最低年度预期收益 * * *	-19.92%	-18.91%	-24.04%

* 时间：1951 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。

* * 最高年度预期收益为平均收益率加 2 个收益标准差。

* * * 最低年度预期收益为平均收益率减 2 个收益标准差。

表 4-4 各十年期年度复合收益率

样本组	50 年代 *	60 年代	70 年代	80 年代	90 年代 * *
标准普尔 500 指数	17.33%	7.81%	5.86%	17.55%	14.41%
“大盘股票”	15.33%	8.99%	6.99%	16.89%	12.61%
“全部股票”	19.22%	11.09%	8.53%	15.85%	12.78%

* 1952 年～1959 年间收益率。

* * 1990 年～1996 年间收益率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业绩相差多少

大多数以股票市值为对象的学术研究将股票按市值排列，并按百分比分为十组，再研究每一组内股票的收益如何随时间而变化。几乎所有的研究都一致发现：小规模股票（最小4个百分比分组内的股票）的收益率大大高于规模较大的股票。我们的研究同样发现小盘股具有极高的收益率。

这一结论所存在的严重问题是，以小盘股的高收益为基础而侧重于买入这类股票的投资策略几乎是不可能实现的。表4-5说明了这一问题。在1996年12月31日，COMPUSTAT数据库中年底价格和在外普通股数量均已知的股票大约有7260只。如果我们将这些股票平均分成十组，则每组将包括726只股票。如表4-5所示，一直到第六组，股票的市值才达到1亿5000万美元以上！第四组中规模最大的股票市值为5700万美元，要想大规模买入这样小的股票是非常困难的。这就出现了一个有趣的难题：专门投资于小盘股的共同基金用学术研究的成果来证明小盘股的收益率高于大盘股，但由于高收益的小盘股缺乏流动性，这些基金自己却无法买入对其业绩具有最主要贡献的股票。

表4-5 COMPUSTAT 按市值分组的股票*

百分比分组序号	组内规模最大股票的市值
1	$500万
2	$1500万
3	$3100万
4	$5700万
5	$9400万
6	$1.62亿
7	$2.96亿
8	$5.85亿
9	$17亿
10	$1630亿

* 资料来源：COMPUSTAT数据库（1996年12月31日）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

研究一下晨星公司的共同基金数据库就能证明这一点。在 1997 年 9 月 30 日，晨星公司数据库中专门投资小盘股票的共同基金有 514 只，而其所投资股票的市值中位数为 8 亿 6000 万美元！从 COMPUSTAT 数据库按市值进行的分组来看，8 亿 6000 万美元的水平位于第八和第九组（最大的第二和第三组）之间，实在不能称为小盘股。仅有 7 只基金的市值中位数低于 1 亿美元，而这 7 只基金中仅有 2 只资产值超过了 17 亿美元。

按绝对市值水平研究股票

与其按分组情况对股票进行研究，更能说明问题的方法是按绝对市值水平考察其业绩。这与主动型投资经理选择股票的方式是一致的，他们从不去想某只股票是属于第六组还是第七组，而是大盘股还是小盘股。

因此，我将整个样本总体按绝对市值水平（按通货膨胀率调整后）划分成如下类别：

- 市值低于 2500 万美元
- 市值在 2500 万美元和 1 亿美元之间
- 市值在 1 亿美元和 2 亿 5000 万美元之间
- 市值在 2 亿 5000 万美元和 5 亿美元之间
- 市值在 5 亿美元和 10 亿美元之间
- 市值在 10 亿美元以上

我还研究了另外两个不同的股票类别："小盘股票"（Small Stocks），即市值超过 1 亿 5000 万美元（按通货膨胀调整）但低于数据库平均数的股票；以及"龙头股票"（Market Leader），即复合型的大盘股，它们来自"大盘股票"。但除规模之外，还具有其他一些特征。"龙头股票"不能是公用事业股，其市值必须超过数据库平均值，在外普通股数必须超过平均值，现金流（cashflow）必须超过平均值，并且销售额必须超过平均值 50%。按照上述标准，整个 COMPUSTAT 数据库中仅有 6% 的股票能够成为"龙头股票"。图 4－2 和图 4－3 显示了比较的结果，我们的发现是非常令人惊讶的。小规模股票的收益几乎全

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

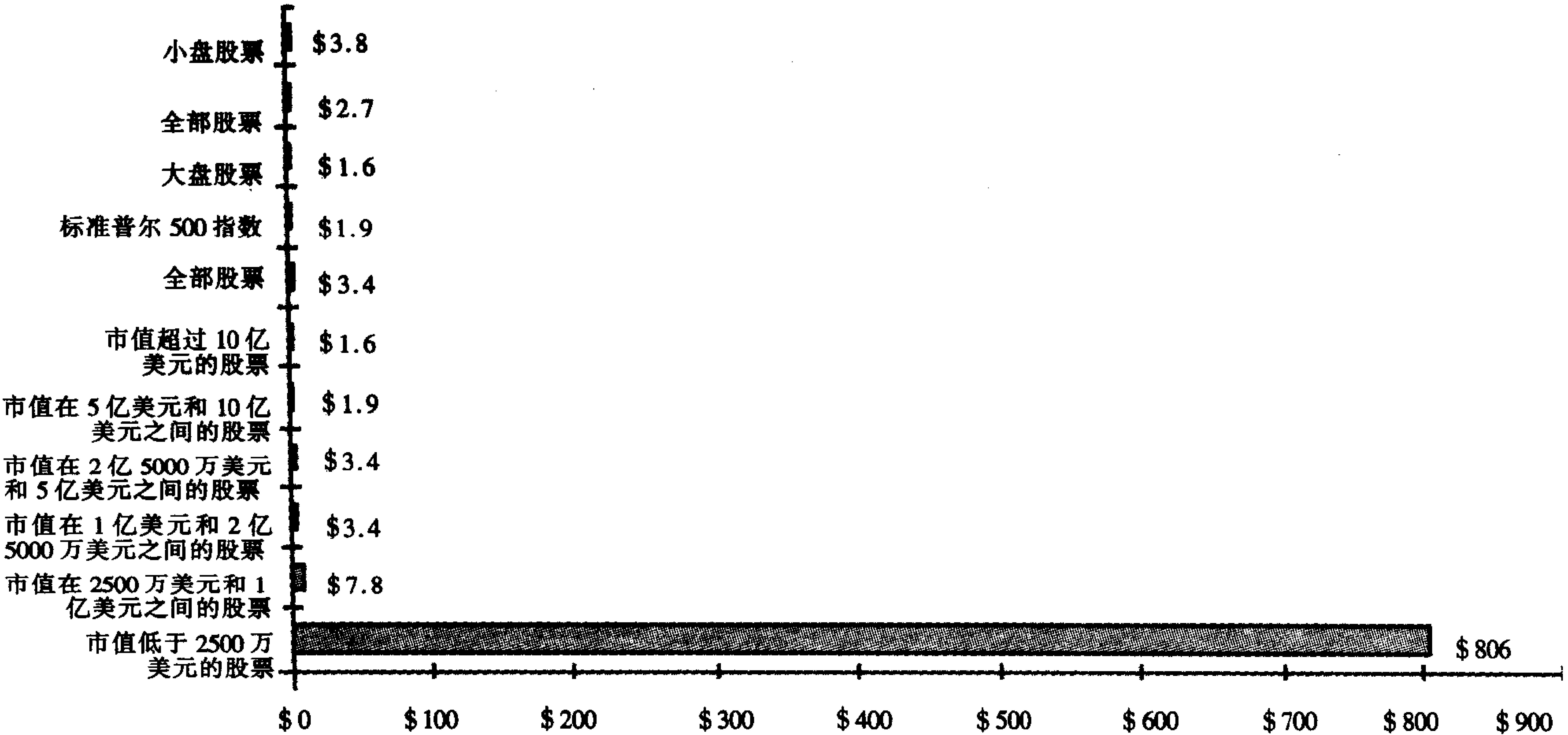


图 4－2　1951 年 12 月 31 日投资 10 000 美元在 1996 年 12 月 31 日的价值

（每年按市值调整各组成分股，单位：百万美元）



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

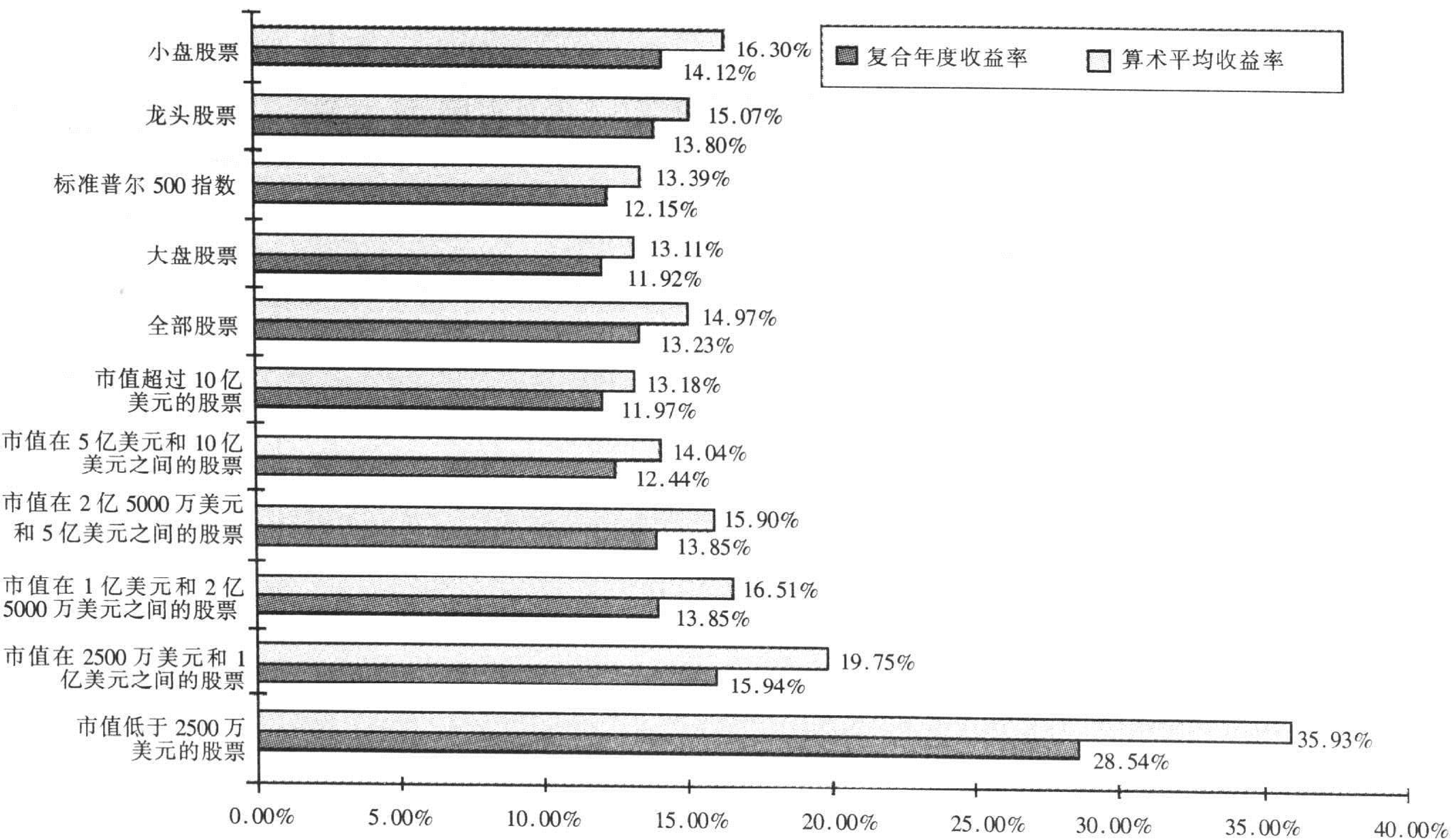


图 4-3 不同市值股票的收益，1951 年～1996 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

部来自市值低于2 500万美元的微型股（microcap stocks），1951 年 12 月 31 日投资于这类股票的10 000美元，45 年后增值至80 600万美元，年度复合收益率高达 28%！微型股的收益哪怕是与最相近的一组（市值在 2500 万美元和 1 亿美元之间）相比，都是极高的。甚至在考虑了这一类股票的巨大风险——其收益标准差为 47.53%——之后，其风险调整收益仍然是最高的。图 4－4 显示了各组股票的风险调整收益。

但是，微型股的巨大收益无异于空中楼阁。要想实现这一收益，惟一的方法是将几百万美元的资金投资于大约 2000 只股票之中，而能做到这一点的投资者实在是凤毛麟角。微型股对于共同基金而言，规模太小，无法买入，而对于个人投资者而言，数量又太众多。就这样，它们的魅力虽然巨大，但却几乎没有人能够得到它们。我们委托莱曼兄弟公司对 1997 年微型股的流动性进行了一次研究。我们向莱曼公司提交了一份名单，包括所有 COMPUSTAT 数据库中 1996 年 12 月 31 日市值低于 2500 万美元的股票，并要求该公司对相应股票的交易规律、买卖差价，以及其他说明交易难易程度的指标进行研究。莱曼公司的结论确认此类股票几乎不具有可交易性。在许多情况下，买入价（买者愿意支付的价格）与卖出价（卖者要求的价格）之间相差高达 100% 以上！此外，大部分微型股几乎没有交易额，也就是说即使有人愿意买入，也没有人愿意卖出。

小盘股收益较高，但高出的幅度不大

图 4－5 显示了将微型股去除之后不同市值股票的收益情况。该图说明，投资者如不考虑风险因素，则投资于 COMPUSTAT 数据库中的小盘股能获得较高的收益。但是，正如后文将要说明的，这一点仅仅对那些以股票市值为选股惟一标准的投资者成立。这一结论与大多数学术研究的结论是一致的，即小盘股的收益高于大盘股，但一旦将微型股排除在外，则小盘股的优势就不如其他研究所发现的那么明显了。真正令人惊异的是中等规模股票的表现，包括市值在 5 亿美元至 10 亿美元之间的股票。这一类股票的业绩与“大盘股票”***几乎完全一致***，而比“全部股票”、“小盘股票”及“龙头股票”的业绩差得多。这一结果与中等规模股票具有最大的投资潜力的普遍认识不一致。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

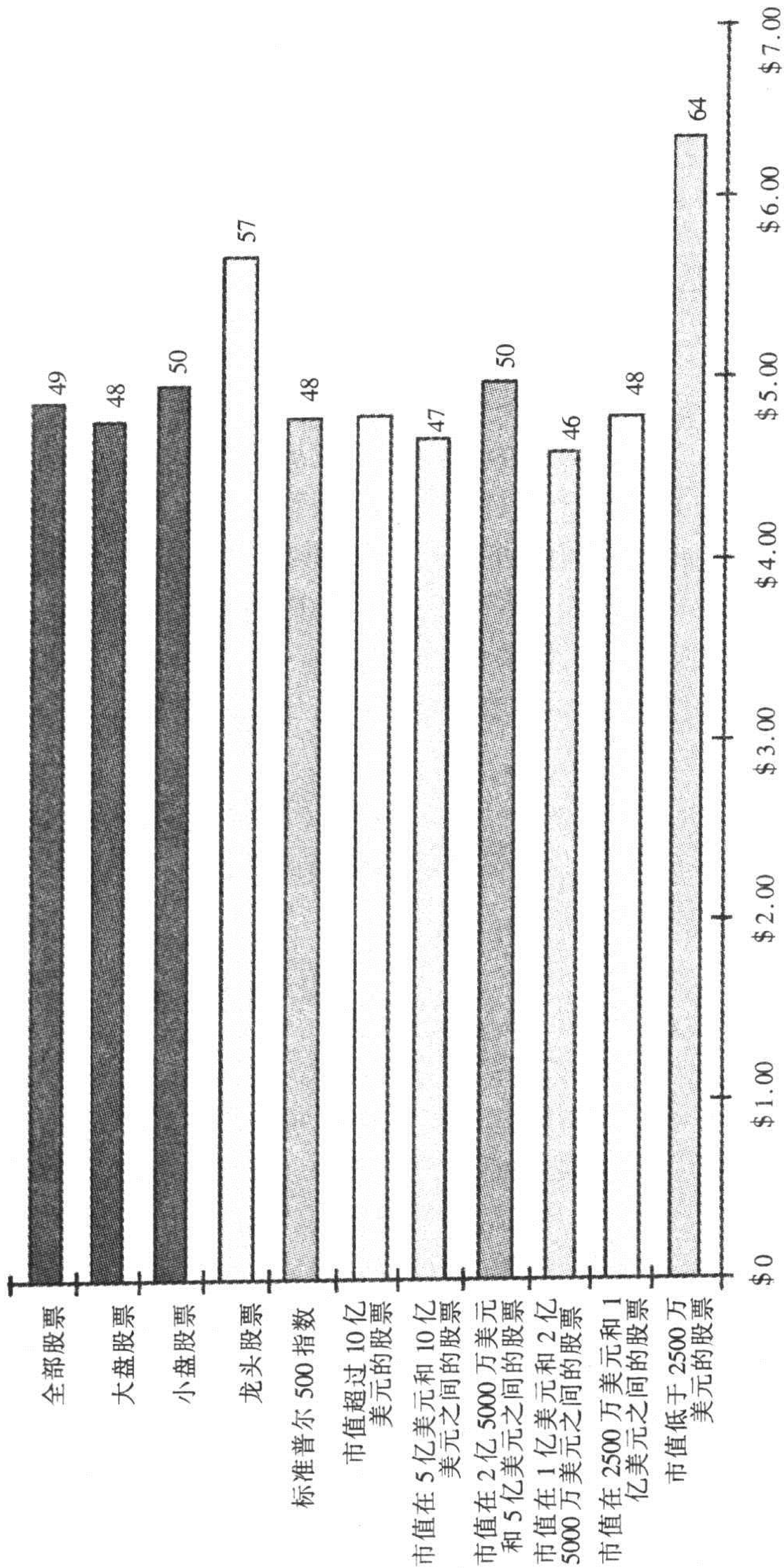


图 4－4 不同市值股票的夏普风险调整收益指数，1951 年～1996 年（指数越高越好）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

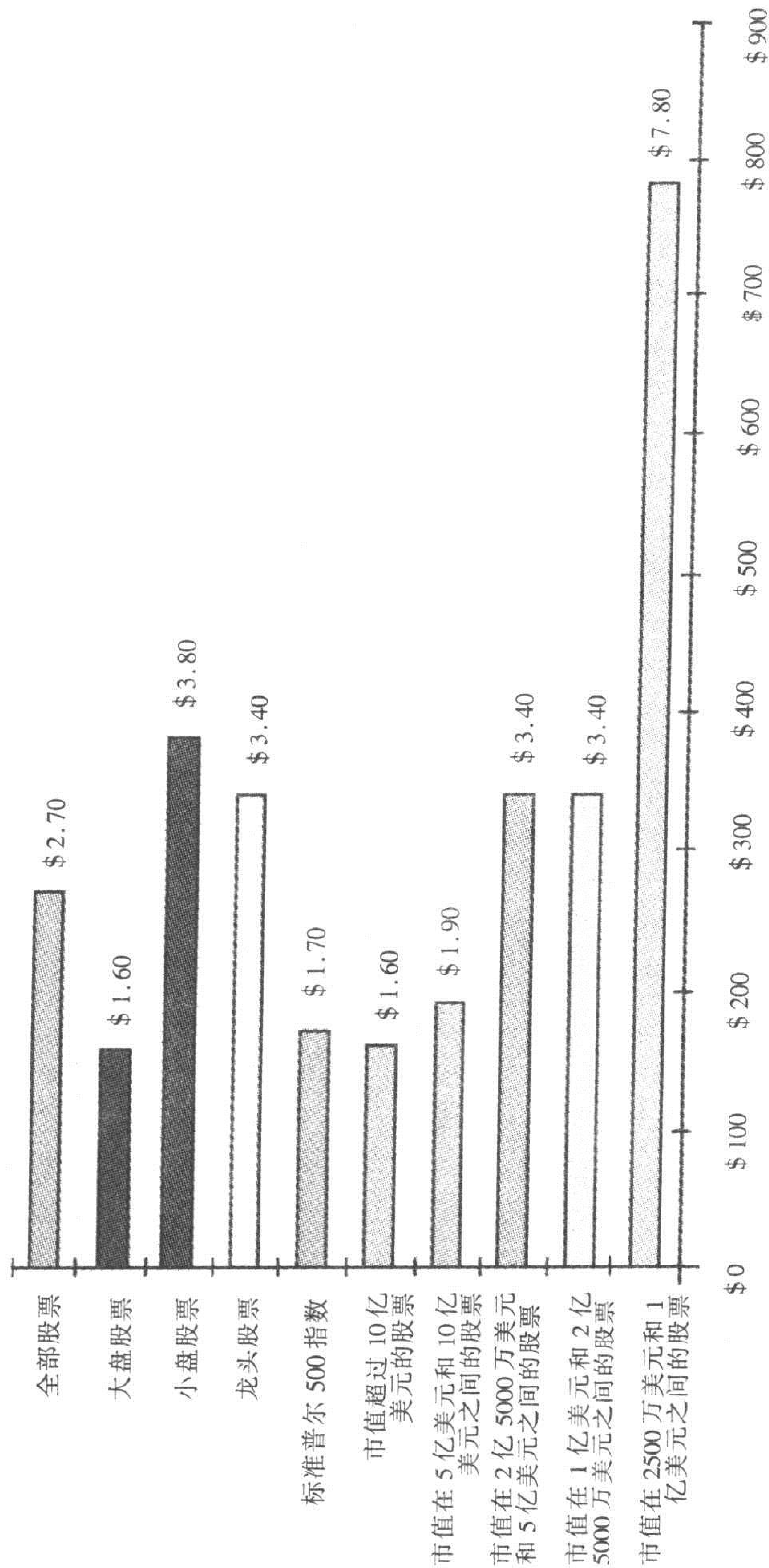


图 4-5 1951 年 12 月 31 日投资 10 000 美元在 1996 年 12 月 31 日的价值（每年按市值对各组成分股进行调整，去除微型股，单位：百万美元）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最后，对比“龙头股票”和“小盘股票”可以发现，前者能够为投资者带来与后者几乎相当的回报，但前者的风险远远低于后者。表4-6至4-9总结了各组样本的有关结论。

表4-6　　不同市值股票的年度收益*

年度（截止以下日期的一年）	市值低于2 500万美元的股票	市值在2 500万美元~1亿美元之间的股票	市值在1亿美元至2亿5 000万美元之间的股票
1952年12月31日	8.60%	11.57%	10.85%
1953年12月31日	9.87%	4.68%	2.47%
1954年12月31日	53.02%	59.42%	50.51%
1955年12月31日	40.76%	28.97%	21.83%
1956年12月31日	10.77%	15.16%	13.07%
1957年12月31日	-7.99%	-5.87%	-9.77%
1958年12月31日	97.70%	68.67%	62.06%
1959年12月31日	92.79%	41.76%	32.04%
1960年12月31日	17.66%	4.42%	9.18%
1961年12月31日	67.15%	46.47%	43.31%
1962年12月31日	-16.91%	-18.32%	-14.91%
1963年12月31日	20.07%	16.48%	20.44%
1964年12月31日	34.99%	21.53%	17.83%
1965年12月31日	95.47%	42.74%	31.88%
1966年12月31日	5.48%	-3.05%	-7.40%
1967年12月31日	190.94%	113.42%	71.22%
1968年12月31日	119.29%	69.24%	39.31%
1969年12月31日	-33.08%	-31.48%	-28.48%
1970年12月31日	-20.88%	-18.24%	-15.37%
1971年12月31日	39.17%	32.19%	23.25%
1972年12月31日	17.67%	5.92%	6.44%
1973年12月31日	-33.22%	-37.00%	-35.80%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	市值低于2 500万美元的股票	市值在2 500万美元～1亿美元之间的股票	市值在1亿美元至2亿5 000万美元之间的股票
1974年12月31日	-18.34%	-23.72%	-26.32%
1975年12月31日	87.18%	60.72%	49.12%
1976年12月31日	53.44%	49.43%	47.11%
1977年12月31日	38.29%	24.83%	18.55%
1978年12月31日	41.32%	24.05%	15.95%
1979年12月31日	47.03%	44.48%	45.14%
1980年12月31日	51.64%	36.97%	37.15%
1981年12月31日	3.95%	0.58%	1.26%
1982年12月31日	35.29%	24.88%	26.41%
1983年12月31日	63.43%	34.67%	32.55%
1984年12月31日	-9.57%	-16.59%	-9.86%
1985年12月31日	18.92%	26.62%	30.03%
1986年12月31日	8.51%	1.52%	6.13%
1987年12月31日	-5.45%	-14.42%	-8.30%
1988年12月31日	20.36%	18.09%	20.89%
1989年12月31日	13.13%	9.50%	13.91%
1990年12月31日	-21.81%	-27.18%	-18.81%
1991年12月31日	167.60%	49.55%	42.18%
1992年12月31日	57.83%	22.32%	15.27%
1993年12月31日	64.30%	26.77%	16.97%
1994年12月31日	-0.49%	-4.85%	-5.28%
1995年12月31日	33.64%	34.66%	30.30%
1996年12月31日	57.28%	17.30%	18.85%
算术平均	35.93%	19.75%	16.51%
标准差	48.51%	30.71%	24.65%

* 市值按通货膨胀率调整；组合成分股每年调整。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4－7 不同市值股票的年度收益*

年度（截止以下日期的一年）	市值在 2.5 亿美元至 5 亿美元之间的股票	市值在 5 亿美元至 10 亿美元之间的股票	市值超过 10 亿美元的股票
1952 年 12 月 31 日	6.06%	6.80%	9.91%
1953 年 12 月 31 日	2.71%	6.29%	1.03%
1954 年 12 月 31 日	53.91%	39.69%	47.91%
1955 年 12 月 31 日	19.98%	15.22%	20.72%
1956 年 12 月 31 日	10.93%	3.85%	10.19%
1957 年 12 月 31 日	－7.75%	－5.15%	－5.34%
1958 年 12 月 31 日	54.94%	49.91%	43.28%
1959 年 12 月 31 日	20.04%	17.22%	11.68%
1960 年 12 月 31 日	4.46%	9.99%	5.75%
1961 年 12 月 31 日	31.50%	33.92%	29.81%
1962 年 12 月 31 日	6.10%	－13.70%	－11.25%
1963 年 12 月 31 日	23.73%	17.73%	18.14%
1964 年 12 月 31 日	15.26%	15.25%	15.18%
1965 年 12 月 31 日	27.64%	19.03%	15.76%
1966 年 12 月 31 日	－6.87%	－6.67%	－5.55%
1967 年 12 月 31 日	44.75%	37.66%	20.68%
1968 年 12 月 31 日	33.11%	29.07%	17.88%
1969 年 12 月 31 日	－22.80%	－15.15%	－11.43%
1970 年 12 月 31 日	－7.45%	－3.56%	0.13%
1971 年 12 月 31 日	23.10%	24.64%	17.50%
1972 年 12 月 31 日	10.71%	10.78%	15.27%
1973 年 12 月 31 日	－31.99%	－26.55%	－19.68%
1974 年 12 月 31 日	－29.36%	－29.75%	－26.46%
1975 年 12 月 31 日	56.53%	48.16%	37.07%
1976 年 12 月 31 日	42.92%	40.19%	27.23%
1977 年 12 月 31 日	12.46%	5.46%	－3.51%
1978 年 12 月 31 日	16.61%	9.98%	7.88%
1979 年 12 月 31 日	42.22%	32.63%	26.74%
1980 年 12 月 31 日	32.49%	28.54%	30.95%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	市值在2.5亿美元至5亿美元之间的股票	市值在5亿美元至10亿美元之间的股票	市值超过10亿美元的股票
1981年12月31日	2.99%	3.71%	-0.10%
1982年12月31日	23.10%	23.84%	18.73%
1983年12月31日	29.18%	28.35%	23.33%
1984年12月31日	-2.64%	-1.63%	-0.39%
1985年12月31日	29.46%	30.17%	33.35%
1986年12月31日	7.76%	13.09%	20.74%
1987年12月31日	-5.05%	-2.19%	4.53%
1988年12月31日	24.98%	19.02%	18.90%
1989年12月31日	17.60%	20.74%	27.61%
1990年12月31日	-17.63%	-15.40%	-8.50%
1991年12月31日	45.64%	40.02%	33.26%
1992年12月31日	16.32%	16.15%	8.74%
1993年12月31日	18.20%	16.67%	16.56%
1994年12月31日	-4.85%	-2.47%	-1.28%
1995年12月31日	27.82%	23.50%	30.71%
1996年12月31日	16.71%	16.81%	18.75%
算术平均数	15.90%	14.04%	13.18%
标准差	21.13%	18.55%	16.21%

* 市值按通货膨胀率调整；组合成分股按每年调整。

表4-8 不同市值的股票收益率情况概述*

	市值低于2 500万美元的股票	市值在2 500万美元至1亿美元之间的股票	市值在1亿美元至2亿5 000万美元之间的股票
算术平均数	35.93%	19.75%	16.51%
收益标准差	47.53%	30.11%	24.19%
夏普风险调整指数	64.00	48.00	46.00
3年期复合收益率	27.89%	14.55%	13.62%
5年期复合收益率	40.24%	18.44%	14.61%
10年期复合收益率	30.76%	10.88%	11.17%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	市值低于 2 500 万美元的股票	市值在 2 500 万美元至 1 亿美元之间的股票	市值在 1 亿美元至 2 亿5 000万美元之间的股票
15 年期复合收益率	27.38%	11.42%	12.70%
20 年期复合收益率	29.30%	14.37%	15.10%
25 年期复合收益率	25.87%	12.52%	12.35%
30 年期复合收益率	27.55%	14.01%	12.33%
35 年期复合收益率	36.84%	13.40%	11.71%
40 年期复合收益率	29.21%	15.14%	13.26%
年度复合收益率	28.54%	15.94%	13.85%
10 000 美元增值为	$806 444 130.00	$7 764 454.00	$3 432 526.00
最高年度收益	190.94%	113.42%	71.22%
最低年度收益	-33.22%	-37.00%	-35.80%
最高年度预期收益**	130.99%	79.97%	64.00%
最低年度预期收益***	-59.13%	-40.47%	-31.87%

* 市值按通货膨胀率调整；1951 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。

** 最高年度预期收益为平均收益率加 2 个收益标准差。

*** 最低年度预期收益为平均收益率减 2 个收益标准差。

表 4-9 不同市值的股票收益率情况概述*

	市值在 2.5 亿美元至 5 亿美元之间的股票	市值在 5 亿美元至 10 亿美元之间的股票	市值超过 10 亿美元的股票
算术平均数	15.90%	14.04%	13.18%
收益标准差	21.13%	18.55%	16.21%
夏普风险调整指数	50.00	47.00	48.00
3 年期复合收益率	12.38%	12.05%	15.29%
5 年期复合收益率	14.31%	13.78%	14.20%
10 年期复合收益率	12.57%	12.24%	14.15%
15 年期复合收益率	13.91%	14.18%	15.62%
20 年期复合收益率	15.54%	14.49%	14.58%
25 年期复合收益率	13.03%	12.20%	12.28%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	市值在 2.5 亿美元至 5 亿美元之间的股票	市值在 5 亿美元至 10 亿美元之间的股票	市值超过 10 亿美元的股票
30 年期复合收益率	12.71%	12.27%	11.58%
35 年期复合收益率	12.67%	11.26%	10.73%
40 年期复合收益率	13.41%	12.28%	11.34%
年度复合收益率	13.85%	12.44%	11.97%
10 000 美元增值为	$ 3 425 430	$ 1 953 056	$ 1 618 012
最高年度收益	56.53%	49.91%	47.91%
最低年度收益	−31.99%	−29.46%	−26.46%
最高年度预期收益**	58.16%	51.14%	45.60%
最低年度预期收益***	−26.36%	−23.06%	−19.24%

* 市值按通货膨胀率调整；1951 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。

** 最高年度预期收益为平均收益率加 2 个收益标准差。

*** 最低年度预期收益为平均收益率减 2 个收益标准差。

对投资者的启示

对于那些***仅仅***靠投资于小规模股票就承诺高回报的投资策略，投资者应持谨慎态度。我们的数据已经说明，规模最小的股票——那些市值低于2 500万美元的股票——是大盘股和小盘股在收益率方面所存差异的主要来源，但要买入这些微型股几乎是不可能的，不论对于机构投资者还是个人投资者来说都是如此。

市值在 2500 万至 1 亿美元之间，以及在 1 亿至 2 亿 5000 万美元之间的股票，***的确***具有高于大盘股的绝对收益率，但一旦风险因素被考虑在内，这一优势便不再存在。这两类股票的夏普指数分别为 48 和 46，而“全部股票”和“大盘股票”的夏普指数则分别为 49 和 48（回忆一下，夏普指数越高越好）。

“龙头股票”的表现是令人吃惊的。这些规模大、知名度高的股票实现了高于“全部股票”、“大盘股票”和标准普尔 500 指数的收益率，并且与“小盘股票”的收益率大体相当，而其风险又大大低于“小盘股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票”。在所有一般投资者能够实际投资的股票类别中，“龙头股票”的夏普指数最高，在各种市场条件下，其表现都十分良好。如果投资者仅仅因为偏好小规模股票而投资于所谓的小盘股共同基金，则此类投资者实际上应该分析一下市值在5亿至10亿美元之间的股票，原因如前文所述，在晨星公司数据库中，1997年9月30日专门投资于小盘股票的共同基金共有514家，而其所投资股票的市值中位数高达8亿6000万美元。

在后文中我们将看到，那些希望获得超过标准普尔500指数的收益率并且愿意接受较高风险的投资者，应当对所有规模恰当的股票——市值超过1亿5000万美元，或“全部股票”——进行投资，而不应偏重于微型股或巨型股。截止1996年12月31日，“全部股票”包括2908只股，其中市值最大的是通用电器公司（General Electric）的股票，市值最小的是ABT建筑产品公司的股票。这一样本组的平均市值为26亿美元，大大低于“大盘股票”67亿美元的平均水平（请见表4－10至4－15）。

我们的两个基准

在以后的每一章中，我们将把“全部股票”和“大盘股票”这两个样本组作为比较其他一切投资策略的基准，它们能够很好地说明各自市值水平上股票的业绩。

表4－10 “全部股票”及“大盘股票”样本组的基本比例

项　　目	“全部股票”超过“大盘股票”的时期数	比　　例
年度收益率	45期中的26期	58%
五年滚动期复合收益率	41期中的30期	73%
十年滚动期复合收益率	36期中的27期	75%

表4－11 “大盘股票”与“龙头股票”的年度收益率比较

年度（截止以下日期的一年）	“大盘股票”	“龙头股票”	“龙头股票”相对于“大盘股票”
1952年12月31日	9.30%	15.30%	6.00%
1953年12月31日	2.30%	0.80%	－1.50%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	“大盘股票”	“龙头股票”	“龙头股票”相对于“大盘股票”
1954 年 12 月 31 日	44.90%	50.60%	5.70%
1955 年 12 月 31 日	21.20%	27.00%	5.80%
1956 年 12 月 31 日	9.60%	14.40%	4.80%
1957 年 12 月 31 日	-6.90%	-10.10%	-3.20%
1958 年 12 月 31 日	42.10%	36.10%	-6.00%
1959 年 12 月 31 日	9.90%	12.20%	2.30%
1960 年 12 月 31 日	4.80%	-0.90%	-5.70%
1961 年 12 月 31 日	27.50%	23.00%	-4.50%
1962 年 12 月 31 日	-8.90%	-9.50%	-0.60%
1963 年 12 月 31 日	19.50%	21.80%	2.30%
1964 年 12 月 31 日	15.30%	18.90%	3.60%
1965 年 12 月 31 日	16.20%	19.50%	3.30%
1966 年 12 月 31 日	-4.90%	-5.10%	-0.20%
1967 年 12 月 31 日	21.30%	27.90%	6.60%
1968 年 12 月 31 日	16.80%	18.70%	1.90%
1969 年 12 月 31 日	-9.90%	-9.90%	0.00%
1970 年 12 月 31 日	-0.20%	1.80%	2.00%
1971 年 12 月 31 日	17.30%	18.40%	1.10%
1972 年 12 月 31 日	14.90%	18.30%	3.40%
1973 年 12 月 31 日	-18.90%	-11.60%	7.30%
1974 年 12 月 31 日	-26.70%	-21.40%	5.30%
1975 年 12 月 31 日	43.10%	66.00%	22.90%
1976 年 12 月 31 日	28.00%	28.00%	0.00%
1977 年 12 月 31 日	-2.50%	-5.00%	-2.50%
1978 年 12 月 31 日	8.10%	10.40%	2.30%
1979 年 12 月 31 日	27.30%	24.80%	-2.50%
1980 年 12 月 31 日	30.80%	30.20%	-0.60%
1981 年 12 月 31 日	0.60%	1.20%	0.60%
1982 年 12 月 31 日	19.90%	24.70%	4.80%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	“大盘股票”	“龙头股票”	“龙头股票”相对于“大盘股票”
1983年12月31日	23.80%	29.00%	5.20%
1984年12月31日	-0.40%	2.60%	3.00%
1985年12月31日	19.50%	33.70%	14.20%
1986年12月31日	32.20%	22.90%	-9.30%
1987年12月31日	3.30%	8.90%	5.60%
1988年12月31日	19.00%	21.20%	2.20%
1989年12月31日	26.00%	25.50%	-0.50%
1990年12月31日	-8.70%	-7.40%	1.30%
1991年12月31日	33.00%	29.60%	-3.40%
1992年12月31日	8.70%	7.30%	-1.40%
1993年12月31日	16.30%	14.80%	-1.50%
1994年12月31日	-1.90%	2.70%	4.60%
1995年12月31日	28.50%	28.70%	0.20%
1996年12月31日	18.70%	22.00%	3.30%
算术平均数	13.11%	15.07%	1.97%
标准差	16.01%	17.02%	1.02%

表4-12 各十年期年度复合收益率

样本组	50年代*	60年代	70年代	80年代	90年代**
标准普尔500指数	17.33%	7.81%	5.86%	17.55%	14.41%
“大盘股票”	15.33%	8.99%	6.99%	16.89%	12.61%
“龙头股票”	16.91%	9.50%	10.67%	19.46%	13.21%
“全部股票”	19.22%	11.09%	8.53%	15.85%	12.78%
“小盘股票”	20.04%	12.37%	9.69%	15.00%	15.26%

* 1952年至1959年间收益率。

** 1990年至1996年间收益率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4-13　“大盘股票”和“龙头股票”收益率情况概述*

	“大盘股票”	“龙头股票”
算术平均数	13.11%	15.70%
收益标准差	16.01%	17.02%
夏普风险调整指数	48.00	57.00
3 年期复合收益率	14.38%	17.27%
5 年期复合收益率	13.60%	14.71%
10 年期复合收益率	13.53%	14.72%
15 年期复合收益率	15.16%	17.12%
20 年期复合收益率	14.37%	15.70%
25 年期复合收益率	12.34%	14.91%
30 年期复合收益率	11.67%	14.16%
35 年期复合收益率	10.96%	13.30%
40 年期复合收益率	11.36%	12.99%
年度复合收益率	11.92%	13.80%
10 000 美元增值为	$1 590 667	$3 363 529
最高年度收益	44.90%	66.00%
最低年度收益	-26.70%	-21.40%
最高年度预期收益**	45.12%	49.11%
最低年度预期收益***	-18.91%	-18.98%

*　时间：1951 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。

**　最高年度预期收益为平均收益率加 2 个收益标准差。

***　最低年度预期收益为平均收益率减 2 个收益标准差。

表 4-14　“全部股票”与“小盘股票”的年度收益率比较

年度（截止以下日期的一年）	“全部股票”	“小盘股票”	“小盘股票”相对于“全部股票”
1952 年 12 月 31 日	7.90%	7.00%	-0.90%
1953 年 12 月 31 日	2.90%	3.90%	1.00%
1954 年 12 月 31 日	47.00%	47.60%	0.60%
1955 年 12 月 31 日	20.70%	20.00%	-0.70%
1956 年 12 月 31 日	17.00%	20.60%	3.60%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	“全部股票”	“小盘股票”	“小盘股票”相对于“全部股票”
1957年12月31日	-7.10%	-6.60%	0.50%
1958年12月31日	55.00%	61.00%	6.00%
1959年12月31日	23.00%	20.77%	-2.23%
1960年12月31日	6.10%	7.30%	1.20%
1961年12月31日	31.20%	32.60%	1.40%
1962年12月31日	-12.00%	-13.79%	-1.79%
1963年12月31日	18.00%	19.20%	1.20%
1964年12月31日	16.30%	16.90%	0.60%
1965年12月31日	22.60%	26.60%	4.00%
1966年12月31日	-5.20%	-5.60%	-0.40%
1967年12月31日	41.10%	51.80%	10.70%
1968年12月31日	27.40%	32.20%	4.80%
1969年12月31日	-18.50%	-21.70%	-3.20%
1970年12月31日	-5.80%	-8.50%	-2.70%
1971年12月31日	21.30%	23.50%	2.20%
1972年12月31日	11.00%	9.60%	-1.40%
1973年12月31日	-27.20%	-31.20%	-4.00%
1974年12月31日	-27.90%	-28.50%	-0.60%
1975年12月31日	55.90%	61.00%	5.10%
1976年12月31日	35.60%	42.00%	6.40%
1977年12月31日	6.90%	13.20%	6.30%
1978年12月31日	12.20%	15.00%	2.80%
1979年12月31日	34.30%	39.10%	4.80%
1980年12月31日	31.50%	32.10%	0.60%
1981年12月31日	1.70%	2.50%	0.80%
1982年12月31日	22.50%	24.60%	2.10%
1983年12月31日	28.10%	31.40%	3.30%
1984年12月31日	-3.40%	-5.40%	-2.00%
1985年12月31日	30.80%	29.60%	-1.20%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	"全部股票"	"小盘股票"	"小盘股票"相对于"全部股票"
1986年12月31日	13.10%	7.80%	-5.30%
1987年12月31日	-1.30%	-4.90%	-3.60%
1988年12月31日	21.20%	22.90%	1.70%
1989年12月31日	21.40%	18.10%	-3.30%
1990年12月31日	-13.80%	-17.60%	-3.80%
1991年12月31日	39.80%	44.70%	4.90%
1992年12月31日	13.80%	16.50%	2.70%
1993年12月31日	16.60%	17.40%	0.80%
1994年12月31日	-3.40%	-4.20%	-0.80%
1995年12月31日	27.00%	27.40%	0.40%
1996年12月31日	18.30%	35.80%	17.50%
算术平均数	14.97%	16.30%	0.98%
标准差	19.51%	21.91%	2.40%

表4-15 "全部股票"和"小盘股票"收益率情况概述*

	"大盘股票"	"小盘股票"
算术平均数	14.97%	15.91%
收益标准差	19.51%	21.71%
夏普风险调整指数	49.00	49.00
3年期复合收益率	13.22%	12.96%
5年期复合收益率	14.00%	14.54%
10年期复合收益率	12.92%	12.49%
15年期复合收益率	14.44%	13.87%
20年期复合收益率	14.97%	15.29%
25年期复合收益率	12.74%	13.00%
30年期复合收益率	12.43%	12.86%
35年期复合收益率	11.64%	12.08%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	"大盘股票"	"小盘股票"
40 年期复合收益率	12.62%	13.15%
年度复合收益率	13.23%	13.77%
10 000 美元增值为：	$2 677 557	$3 319 218
最高年度收益	55.90%	61.00%
最低年度收益	-27.90%	-31.20%
最高年度预期收益**	53.98%	59.33%
最低年度预期收益***	-24.04%	-27.51%

* 时间：1951 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。

** 最高年度预期收益为平均收益率加 2 个收益标准差。

*** 最低年度预期收益为平均收益率减 2 个收益标准差。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Price-to-Earnings Ratios: Separating the Winners and Losers

5

市盈率：区别好坏股票的法宝

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说起赚钱，每个人所信仰的宗教都是一样的。

——伏尔泰

对于华尔街上的许多人来说，买入价格对盈利比率即市盈率（Price－to earnings ratios，PE ratios）低的股票是他们所信奉的惟一真理。市盈率是将一只股票的价格除以其当期的每股收益求得的。市盈率越高，投资者对相等的盈利所支付的价格也越高，市场对相应公司未来盈利增长的期望也就越高。股票的市盈率是在不同股票之间比较其相对价格高低的最常见指标。

买入低市盈率股票的投资者认为他们买到了便宜货。他们通常认为，如果一只股票的市盈率很高，这说明市场对于这只股票未来收益的增长具有不切实际的期望。偏好低市盈率的投资者相信，过高的希望总是随着股票价格的暴跌而被击得粉碎。与此相反，这类投资者认为低市盈率股票的价格被低估，一旦盈利水平上升，股价也将随之上扬。

检验结果

请记住，我们的检验对象是两个样本组——“全部股票”（所有市值超过 1 亿 5000 万美元的股票）中具有高市盈率和低市盈率的股票，以及“大盘股票”（市值超过 COMPUSTAT 数据库平均数的所有股票，通常为数据库中按市值排列在前 16％的股票）中具有高市盈率和低市盈率的股票。我们还将按市盈率把“全部股票”和“大盘股票”平均分成十组，并对分组后的情况进行研究。

让我们先来看看低市盈率的股票。我们从 1951 年 12 月 31 日的 10 000美元开始，并且分别买入“全部股票”和“大盘股票”中盈利对价格比率最高的 50 只股票。由于 COMPUSTAT 数据库的内部结构，我们不得不按盈利对价格比率来排列股票，它实际上就是市盈率的倒数。请记住，盈利对价格比率高的股票就是市盈率低的股票。每一年我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们都对组合进行调整以确保持有市盈率最低的 50 只股票。与其他所有检验一样，每只股票具有相等的权重，并且盈利数字的获得有一个时间滞后期，以避免前视偏差。

图 5－1 显示了 1951 年 12 月 31 日所投资10 000美元的增值情况，表 5－1 至表 5－6 则概括了投资于低市盈率股票的收益情况。

我们 45 年的资料说明，低市盈率对于小盘股的重要性远不如对于大盘股的重要性高。投资10 000美元于“全部股票”中 50 只市盈率最低的股票，45 年后将增值为2 125 935美元，年度复合收益率 12.65%。尽管这一水平高于“大盘股票”的收益率，但它低于“全部股票”每年 13.23%的收益率。从风险调整收益的角度看，低市盈率组合的表现也不如整个“全部股票”样本组：前者的夏普指数为 40，而后者的夏普指数则为 49。从表 5－5 中低市盈率组合的收益高于整个样本组的年份数据，我们可以看出，这一策略获得较高收益的原因大半是出于偶然。

大盘股票的情况不同

“大盘股票”的情况就完全不同了。在这里，投资10 000美元于 50 只市盈率最低的股票，在 45 年后将增值为3 787 460美元，超过“大盘股票”1 590 667美元的水平一倍以上。低市盈率组合的年度复合收益率为 14.1%，超过“大盘股票”11.92%的水平 2.18 个百分点。此外，“大盘股票”中市盈率最低的 50 只股票具有更高的风险调整收益——其夏普指数高达 50，而整个“大盘股票”的指数为 48。在这里，如表 5－6 所示，基本比例说明低市盈率策略的优势绝非偶然。例如看一看 50 只低市盈率股票的十年滚动期收益，它们在 86%的时间中超过“大盘股票”的整体收益。

尽管低市盈率策略的收益标准差均高于“大盘股票”和“全部股票”整体的标准差，但只有“大盘股票”中低市盈率股的收益补偿了较高的风险。数据库中大盘股和小盘股之间收益的差别是巨大的，但完全在意料之中。在小公司成长为大公司的过程中，它们可能经历一个高速的增长期，从而投资者赋予此类公司较高的市盈率是有道理的。事实上，虽然一方面我们不希望买入市盈率过高的小盘股，但另一方面，我们却也不希望它们的市盈率太低。因为市盈率低说明投资者对公司未来的收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

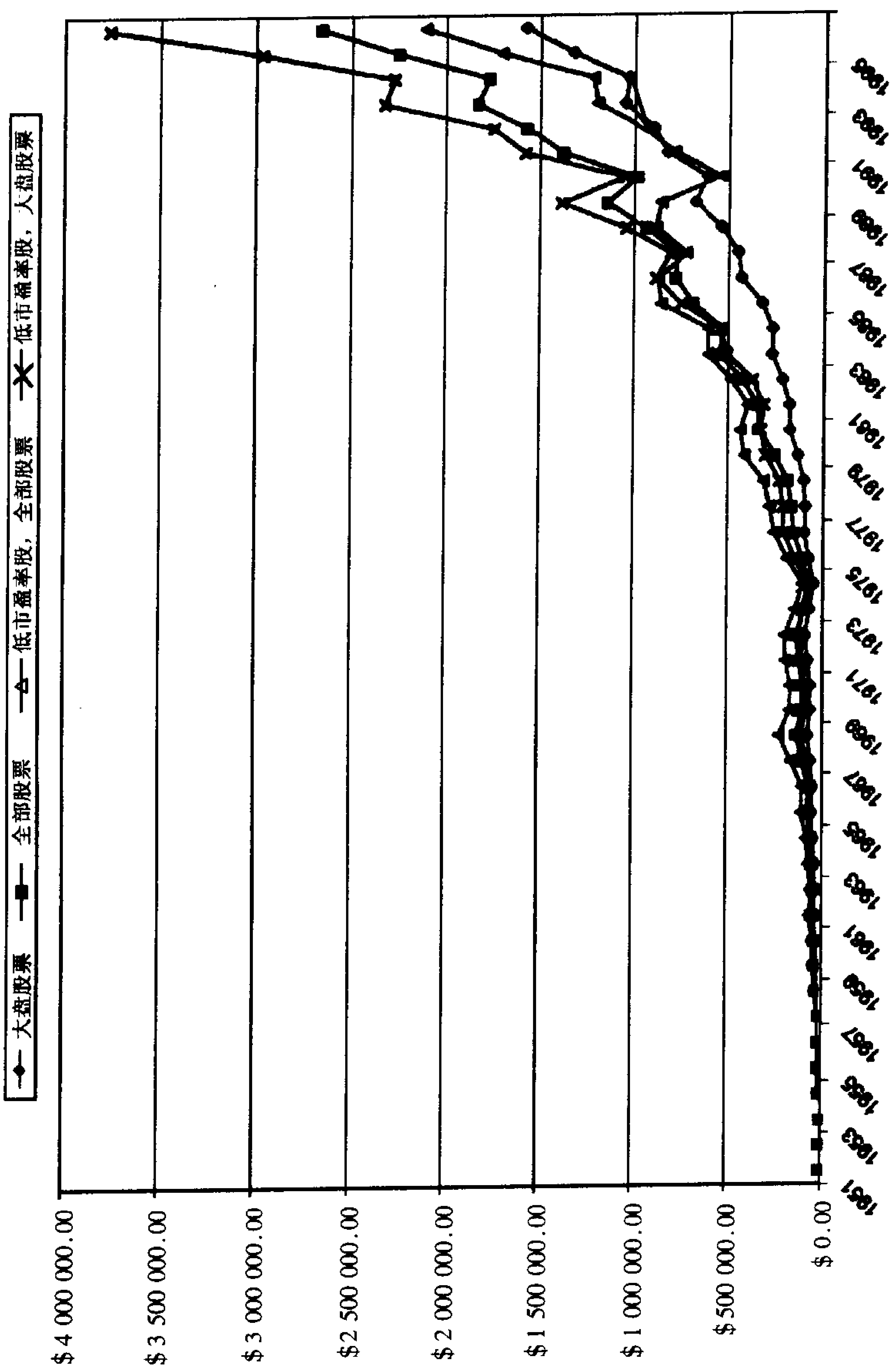


图5-1 低市盈率股票的收益与“全部股票”和“大盘股票”的收益对比，1951年~1996年，1951年底＝10 000美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增长具有较低的期望，而市盈率低的小公司其前景也就可想而知了。随着公司规模越来越大，它们实现收益高速增长的能力会逐渐下降，从而投资者的期望自然也会下调。另一方面，投资者普遍欢迎低市盈率的大盘股票，可能因为它们的价格相对于其增长前景而言较为合理。

在使用多因素模型选择股票时，我们会看到，低市盈率将更加重要。但在这里，低市盈率对于大盘股票的重要性已经很明显了。

表 5－1 股票年度收益对比

年度（截止以下日期的一年）	“全部股票”	“全部股票”中每股收益/价格比率最高的 50 只股票	相对收益：每股收益/价格比率最高的 50 只股票
1952 年 12 月 31 日	7.90%	11.10%	3.20%
1953 年 12 月 31 日	2.90%	-5.60%	-8.50%
1954 年 12 月 31 日	47.00%	69.20%	22.20%
1955 年 12 月 31 日	20.70%	29.50%	8.80%
1956 年 12 月 31 日	17.00%	18.90%	1.90%
1957 年 12 月 31 日	-7.10%	-16.80%	-9.70%
1958 年 12 月 31 日	55.00%	75.30%	20.30%
1959 年 12 月 31 日	23.00%	21.90%	-1.10%
1960 年 12 月 31 日	6.10%	6.70%	0.60%
1961 年 12 月 31 日	31.20%	28.90%	-2.30%
1962 年 12 月 31 日	-12.00%	-5.30%	6.70%
1963 年 12 月 31 日	18.00%	19.90%	1.90%
1964 年 12 月 31 日	16.30%	14.00%	-2.30%
1965 年 12 月 31 日	22.60%	34.90%	12.30%
1966 年 12 月 31 日	-5.20%	-4.10%	1.10%
1967 年 12 月 31 日	41.10%	52.80%	11.70%
1968 年 12 月 31 日	27.40%	36.30%	8.90%
1969 年 12 月 31 日	-18.50%	-23.00%	-4.50%
1970 年 12 月 31 日	-5.80%	-1.80%	4.00%
1971 年 12 月 31 日	21.30%	14.10%	-7.20%
1972 年 12 月 31 日	11.00%	2.50%	-8.50%
1973 年 12 月 31 日	-27.20%	-25.50%	1.70%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	“全部股票”	“全部股票”中每股收益/价格比率最高的50只股票	相对收益：每股收益/价格比率最高的50只股票
1974年12月31日	-27.90%	-25.10%	2.80%
1975年12月31日	55.90%	71.60%	15.70%
1976年12月31日	35.60%	34.60%	-1.00%
1977年12月31日	6.90%	9.40%	2.50%
1978年12月31日	12.20%	10.10%	-2.10%
1979年12月31日	34.30%	31.50%	-2.80%
1980年12月31日	31.50%	5.30%	-26.20%
1981年12月31日	1.70%	-8.70%	-10.40%
1982年12月31日	22.50%	22.10%	-0.40%
1983年12月31日	28.10%	25.00%	-3.10%
1984年12月31日	-3.40%	-0.10%	3.30%
1985年12月31日	30.80%	41.10%	10.30%
1986年12月31日	13.10%	2.00%	-11.10%
1987年12月31日	-1.30%	-16.70%	-15.40%
1988年12月31日	21.20%	21.80%	0.60%
1989年12月31日	21.40%	-3.20%	-24.60%
1990年12月31日	-13.80%	-36.30%	-22.50%
1991年12月31日	39.80%	44.60%	4.80%
1992年12月31日	13.80%	20.40%	6.60%
1993年12月31日	16.60%	25.10%	8.50%
1994年12月31日	-3.40%	1.80%	5.20%
1995年12月31日	27.00%	39.50%	12.50%
1996年12月31日	18.30%	23.80%	5.50%
算术平均数	14.97%	15.41%	0.44%
标准差	19.51%	25.14%	5.63%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5-2 股票年度收益对比

年度（截止以下日期的一年）	“大盘股票”	“大盘股票”中每股收益/价格比率最高的 50 只股票	相对收益：每股收益/价格比率最高的 50 只股票
1952 年 12 月 31 日	9.30%	14.60%	5.30%
1953 年 12 月 31 日	2.30%	-5.10%	-7.40%
1954 年 12 月 31 日	44.90%	64.10%	19.20%
1955 年 12 月 31 日	21.20%	23.20%	2.00%
1956 年 12 月 31 日	9.60%	11.10%	1.50%
1957 年 12 月 31 日	-6.90%	-13.80%	-6.90%
1958 年 12 月 31 日	42.10%	48.70%	6.60%
1959 年 12 月 31 日	9.90%	5.60%	-4.30%
1960 年 12 月 31 日	4.80%	5.30%	0.50%
1961 年 12 月 31 日	27.50%	28.10%	0.60%
1962 年 12 月 31 日	-8.90%	-2.90%	6.00%
1963 年 12 月 31 日	19.50%	19.50%	0.00%
1964 年 12 月 31 日	15.30%	20.50%	5.20%
1965 年 12 月 31 日	16.20%	23.60%	7.40%
1966 年 12 月 31 日	-4.90%	-6.60%	-1.70%
1967 年 12 月 31 日	21.30%	25.90%	4.60%
1968 年 12 月 31 日	16.80%	30.30%	13.50%
1969 年 12 月 31 日	-9.90%	-19.50%	-9.60%
1970 年 12 月 31 日	-0.20%	3.70%	3.90%
1971 年 12 月 31 日	17.30%	10.30%	-7.00%
1972 年 12 月 31 日	14.90%	19.40%	4.50%
1973 年 12 月 31 日	-18.90%	-11.10%	7.80%
1974 年 12 月 31 日	-26.70%	-22.20%	4.50%
1975 年 12 月 31 日	43.10%	72.90%	29.80%
1976 年 12 月 31 日	28.00%	39.80%	11.80%
1977 年 12 月 31 日	-2.50%	1.50%	4.00%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	“大盘股票”	“大盘股票”中每股收益/价格比率最高的 50 只股票	相对收益：每股收益/价格比率最高的 50 只股票
1978 年 12 月 31 日	8.10%	8.60%	0.50%
1979 年 12 月 31 日	27.30%	30.70%	3.40%
1980 年 12 月 31 日	30.80%	7.90%	-22.90%
1981 年 12 月 31 日	0.60%	-4.00%	-4.60%
1982 年 12 月 31 日	19.90%	17.60%	-2.30%
1983 年 12 月 31 日	23.80%	35.50%	11.70%
1984 年 12 月 31 日	-0.40%	6.90%	7.30%
1985 年 12 月 31 日	19.50%	38.70%	19.20%
1986 年 12 月 31 日	32.20%	17.20%	-15.00%
1987 年 12 月 31 日	3.30%	-8.30%	-11.60%
1988 年 12 月 31 日	19.00%	28.10%	9.10%
1989 年 12 月 31 日	26.00%	33.10%	7.10%
1990 年 12 月 31 日	-8.70%	-24.40%	-15.70%
1991 年 12 月 31 日	33.00%	49.90%	16.90%
1992 年 12 月 31 日	8.70%	10.60%	1.90%
1993 年 12 月 31 日	16.30%	32.90%	19.60%
1994 年 12 月 31 日	-1.90%	-2.10%	-0.20%
1995 年 12 月 31 日	28.50%	30.40%	1.90%
1996 年 12 月 31 日	18.70%	27.00%	8.30%
算术平均数	13.11%	16.07%	2.96%
标准差	16.01%	21.39%	5.38%

表 5-3 收益率情况概述*

	“全部股票”	“全部股票”中每股收益/价格比率最高（市盈率最低）的 50 只股票
算术平均数	14.97%	15.41%
收益标准差	19.51%	25.14%
夏普风险调整指数	49.00	40.00

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	“全部股票”	“全部股票”中每股收益/价格比率最高（市盈率最低）的 50 只股票
3 年期复合收益率	13.22%	20.69%
5 年期复合收益率	14.00%	21.50%
10 年期复合收益率	12.92%	9.13%
15 年期复合收益率	14.44%	11.70%
20 年期复合收益率	14.97%	10.96%
25 年期复合收益率	12.74%	9.89%
30 年期复合收益率	12.43%	10.31%
35 年期复合收益率	11.64%	10.39%
40 年期复合收益率	12.62%	11.50%
年度复合收益率	13.23%	12.65%
10 000 美元增值为	$2 677 556.77	$2 125 934.84
最高年度收益	55.90%	75.30%
最低年度收益	-27.90%	-36.30%
最高年度预期收益**	53.98%	65.69%
最低年度预期收益***	-24.04%	-34.87%

* 时间：1951 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。

** 最高年度预期收益为平均收益率加 2 个收益标准差。

*** 最低年度预期收益为平均收益率减 2 个收益标准差。

表 5-4　　收益率情况概述*

	“大盘股票”	“大盘股票”中每股收益/价格比率最高（市盈率最低）的 50 只股票
算术平均数	13.11%	16.07%
收益标准差	16.01%	21.39%
夏普风险调整指数	48.00	50.00
3 年期复合收益率	14.38%	17.48%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	“全部股票”	“大盘股票”中每股收益/价格比率最高（市盈率最低）的 50 只股票
5 年期复合收益率	13.60%	18.97%
10 年期复合收益率	13.53%	15.49%
15 年期复合收益率	15.16%	17.81%
20 年期复合收益率	14.37%	15.37%
25 年期复合收益率	12.34%	15.26%
30 年期复合收益率	11.67%	14.12%
35 年期复合收益率	10.96%	13.53%
40 年期复合收益率	11.36%	13.44%
年度复合收益率	11.92%	14.10%
10 000 美元增值为	$1 590 667.04	$3 787 460.34
最高年度收益	44.90%	72.90%
最低年度收益	−26.70%	−24.40%
最高年度预期收益**	45.12%	58.85%
最低年度预期收益***	−18.91%	−26.71%

* 时间：1951 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。

** 最高年度预期收益为平均收益率加 2 个收益标准差。

*** 最低年度预期收益为平均收益率减 2 个收益标准差。

表 5－5 市盈率最低的50只股票的基本比例*

项 目	50 只低市盈率股票超过“全部股票”的时期数	比 例
年度收益率	45 期中的 26 期	58%
五年滚动期复合收益率	41 期中的 22 期	54%
十年滚动期复合收益率	36 期中的 18 期	50%

* 时间：1951 年～1996 年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5-6 市盈率最低的 50 只股票的基本比例*

项目	50 只低市盈率股票超过“大盘股票”的时期数	比例
年度收益率	45 期中的 32 期	71%
五年滚动期复合收益率	41 期中的 30 期	73%
十年滚动期复合收益率	36 期中的 31 期	86%

* 时间：1951 年～1996 年。

高市盈率是危险的

不考虑市值而买入高市盈率的股票是一种危险的做法。你不应当让某些股票光彩的历史诱引你为盈利支付荒谬的价格。然而许多投资者所做的恰恰是这样。看看投资者是如何在 1961 年把宝丽来公司（Polaroid）的市盈率推至 164，又是如何在 1997 年把百斯特伯公司（Best Buy）的市盈率推至 712。图 5-2 和表 5-7 至表 5-12 说明了这种做法的危险性。

让我们从整个“全部股票”样本组开始：1951 年若将10 000美元投资于市盈率最高的 50 只股票并在此后的每年中对组合进行调整，则到 1996 年底该投资将增值为558 065美元，而同期内相等的资金若投资于“全部股票”本身，将比实行高市盈率策略的结果高出2 119 492美元！高市盈率策略的年度复合收益率仅为 9.35%，大大低于“全部股票”13.23%的水平。当我们进一步考虑风险因素，结论将变得更糟，50 只高市盈率股票的夏普指数为 27，差不多是“全部股票”夏普指数的一半，在所有十年滚动期中，高市盈率股票的收益超过“全部股票”的时间仅有 11%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

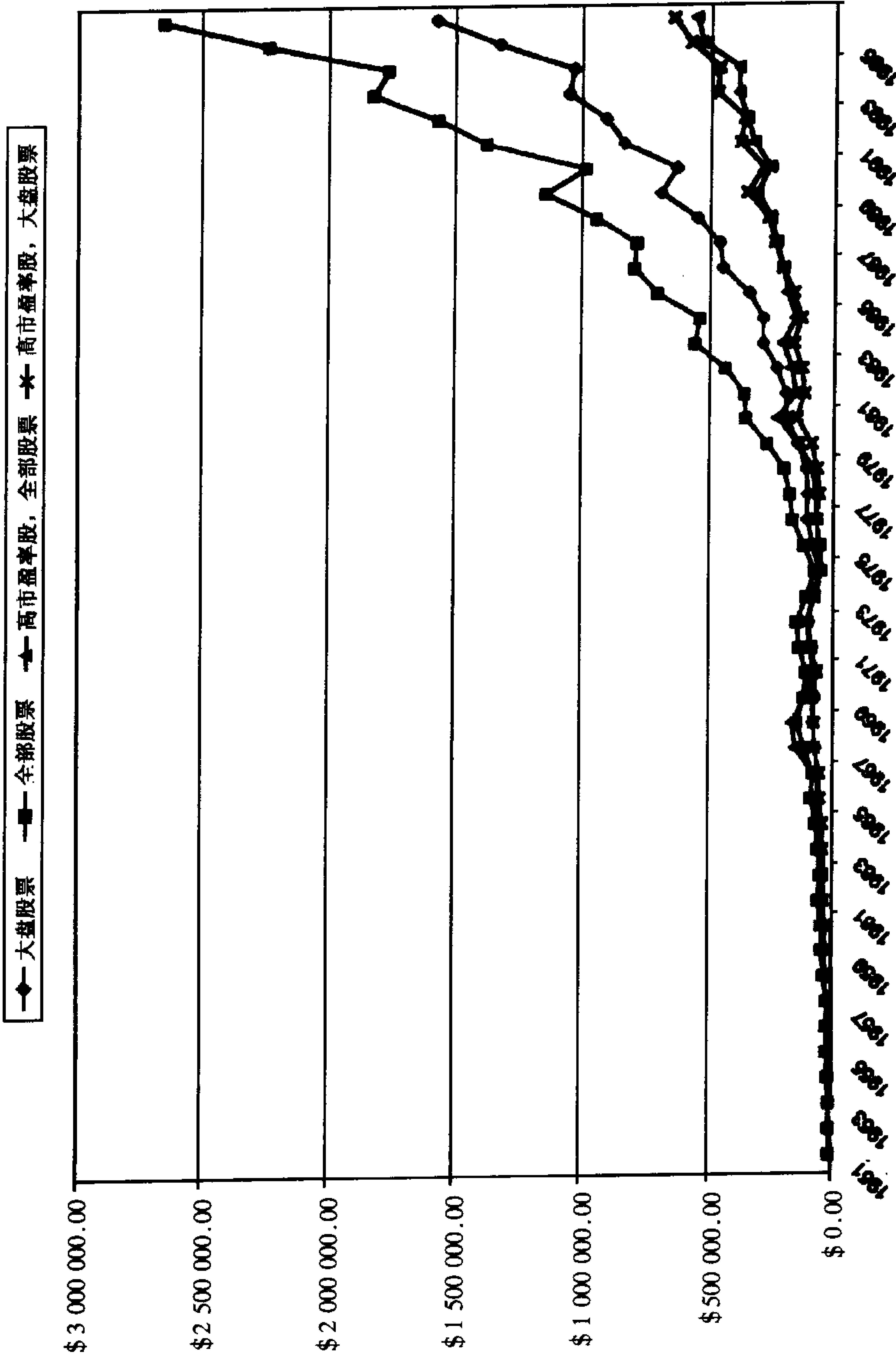


图 5-2 高市盈率股票的收益与“全部股票”和“大盘股票”的收益对比，1951年~1996年，1951年底=10 000美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5-7 年度收益对比

年度（截止以下日期的一年）	“全部股票”	“全部股票”中市盈率最高的 50 只股票	相对收益：市盈率最高的 50 只股票
1952 年 12 月 31 日	7.90%	0.30%	-7.60%
1953 年 12 月 31 日	2.90%	5.60%	2.70%
1954 年 12 月 31 日	47.00%	43.10%	-3.90%
1955 年 12 月 31 日	20.70%	24.30%	3.60%
1956 年 12 月 31 日	17.00%	10.10%	-6.90%
1957 年 12 月 31 日	-7.10%	-2.00%	5.10%
1958 年 12 月 31 日	55.00%	57.50%	2.50%
1959 年 12 月 31 日	23.00%	27.90%	4.90%
1960 年 12 月 31 日	6.10%	4.00%	-2.10%
1961 年 12 月 31 日	31.20%	15.30%	-15.90%
1962 年 12 月 31 日	-12.00%	-27.10%	-15.10%
1963 年 12 月 31 日	18.00%	52.20%	35.20%
1964 年 12 月 31 日	16.30%	6.80%	-9.50%
1965 年 12 月 31 日	22.60%	42.00%	19.40%
1966 年 12 月 31 日	-5.20%	-4.60%	0.60%
1967 年 12 月 31 日	41.10%	84.80%	43.70%
1968 年 12 月 31 日	27.40%	9.90%	-17.50%
1969 年 12 月 31 日	-18.50%	-28.10%	-9.60%
1970 年 12 月 31 日	-5.80%	-33.20%	-27.40%
1971 年 12 月 31 日	21.30%	23.50%	2.20%
1972 年 12 月 31 日	11.00%	9.80%	-1.20%
1973 年 12 月 31 日	-27.20%	-27.50%	-0.30%
1974 年 12 月 31 日	-27.90%	-36.10%	-8.20%
1975 年 12 月 31 日	55.90%	22.20%	-33.70%
1976 年 12 月 31 日	35.60%	21.10%	-14.50%
1977 年 12 月 31 日	6.90%	0.06%	-6.84%
1978 年 12 月 31 日	12.20%	24.30%	12.10%
1979 年 12 月 31 日	34.30%	61.90%	27.60%
1980 年 12 月 31 日	31.50%	53.90%	22.40%
1981 年 12 月 31 日	1.70%	-30.30%	-32.00%
1982 年 12 月 31 日	22.50%	9.70%	-12.80%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	“全部股票”	“全部股票”中市盈率最高的 50 只股票	相对收益：市盈率最高的 50 只股票
1983 年 12 月 31 日	28.10%	20.60%	-7.50%
1984 年 12 月 31 日	-3.40%	-23.60%	-20.20%
1985 年 12 月 31 日	30.80%	20.80%	-10.00%
1986 年 12 月 31 日	13.10%	8.80%	-4.30%
1987 年 12 月 31 日	-1.30%	13.60%	14.90%
1988 年 12 月 31 日	21.20%	9.80%	-11.40%
1989 年 12 月 31 日	21.40%	21.40%	0.00%
1990 年 13 月 31 日	-13.80%	-16.80%	-3.00%
1991 年 13 月 31 日	39.80%	24.70%	-15.10%
1992 年 13 月 31 日	13.80%	9.00%	-4.80%
1993 年 13 月 31 日	16.60%	9.70%	-6.90%
1994 年 13 月 31 日	-3.40%	-0.50%	2.90%
1995 年 13 月 31 日	27.00%	37.60%	10.60%
1996 年 13 月 31 日	18.30%	5.10%	-13.20%
算术平均数	14.97%	12.50%	-2.52%
标准差	19.51%	26.33%	6.82%

表 5-8 股票年度收益对比

年度（截止以下日期的一年）	“大盘股票”	“大盘股票”中市盈率最高的 50 只股票	相对收益：市盈率最高的 50 只股票
1952 年 12 月 31 日	9.30%	3.50%	-5.80%
1953 年 12 月 31 日	2.30%	5.40%	3.10%
1954 年 12 月 31 日	44.90%	38.00%	-6.90%
1955 年 12 月 31 日	21.20%	23.60%	2.40%
1956 年 12 月 31 日	9.60%	8.40%	-1.20%
1957 年 12 月 31 日	-6.90%	-7.30%	-0.40%
1958 年 12 月 31 日	42.10%	37.70%	-4.40%
1959 年 12 月 31 日	9.90%	16.90%	7.00%
1960 年 12 月 31 日	4.80%	-4.30%	-9.10%
1961 年 12 月 31 日	27.50%	20.70%	-6.80%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	“大盘股票”	“大盘股票”中市盈率最高的 50 只股票	相对收益：市盈率最高的 50 只股票
1962 年 12 月 31 日	-8.90%	-15.30%	-6.40%
1963 年 12 月 31 日	19.50%	25.80%	6.30%
1964 年 12 月 31 日	15.30%	7.80%	-7.50%
1965 年 12 月 31 日	16.20%	27.00%	10.80%
1966 年 12 月 31 日	-4.90%	3.00%	7.90%
1967 年 12 月 31 日	21.30%	41.60%	20.30%
1968 年 12 月 31 日	16.80%	4.20%	-12.60%
1969 年 12 月 31 日	-9.90%	10.30%	20.20%
1970 年 12 月 31 日	-0.20%	-22.20%	-22.00%
1971 年 12 月 31 日	17.30%	-33.40%	16.10%
1972 年 12 月 31 日	14.90%	21.70%	6.80%
1973 年 12 月 31 日	-18.90%	-25.30%	-6.40%
1974 年 12 月 31 日	-26.70%	-33.40%	-6.70%
1975 年 12 月 31 日	43.10%	19.20%	-23.90%
1976 年 12 月 31 日	28.00%	9.90%	-18.10%
1977 年 12 月 31 日	-2.50%	-12.70%	-10.20%
1978 年 12 月 31 日	8.10%	13.60%	5.50%
1979 年 12 月 31 日	27.30%	34.40%	7.10%
1980 年 12 月 31 日	30.80%	60.90%	30.10%
1981 年 12 月 31 日	0.60%	-20.00%	-20.60%
1982 年 12 月 31 日	19.90%	9.90%	-10.00%
1983 年 12 月 31 日	23.80%	24.90%	1.10%
1984 年 12 月 31 日	-0.40%	-17.70%	-17.30%
1985 年 12 月 31 日	19.50%	22.10%	2.60%
1986 年 12 月 31 日	32.20%	25.40%	-6.80%
1987 年 12 月 31 日	3.30%	15.80%	12.50%
1988 年 12 月 31 日	19.00%	11.20%	-7.80%
1989 年 12 月 31 日	26.00%	30.60%	4.60%
1990 年 12 月 31 日	-8.70%	-18.00%	-9.30%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	"大盘股票"	"大盘股票"中市盈率最高的 50 只股票	相对收益：市盈率最高的 50 只股票
1991 年 12 月 31 日	33.00%	32.60%	-0.40%
1992 年 12 月 31 日	8.70%	-4.50%	-13.20%
1993 年 12 月 31 日	16.30%	30.60%	14.30%
1994 年 12 月 31 日	-1.90%	-1.40%	0.50%
1995 年 12 月 31 日	28.50%	23.80%	-4.70%
1996 年 12 月 31 日	18.70%	11.90%	-6.80%
算术平均数	13.11%	11.64%	-1.47%
标准差	16.01%	20.14%	4.13%

表 5-9 收益率情况概述*

	"全部股票"	"全部股票"中市盈率最高的 50 只股票
算术平均数	14.97%	12.50%
收益标准差	19.51%	26.33%
夏普风险调整指数	49.00	27.00
3 年期复合收益率	13.22%	12.90%
5 年期复合收益率	14.00%	11.46%
10 年期复合收益率	12.92%	10.46%
15 年期复合收益率	14.44%	8.90%
20 年期复合收益率	14.97%	10.79%
25 年期复合收益率	12.74%	7.31%
30 年期复合收益率	12.43%	6.72%
35 年期复合收益率	11.64%	7.19%
40 年期复合收益率	12.62%	8.58%
年度复合收益年	13.23%	9.35%
10 000 美元增值为：	$ 2 677 556.77	$ 558 065.32
最高年度收益	55.90%	84.80%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	"全部股票"	"全部股票"中市盈率最高的 50 只股票
最低年度收益	−27.90%	−36. 10%
最高年度预期收益**	53.98%	65.15%
最低年度预期收益***	−24.04%	−40.15%

* 时间：1951 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。
* 最高年度预期收益为平均收益率加 2 个收益标准差。
** 最低年度预期收益为平均收益率减 2 个收益标准差。

表 5−10　　收益率情况概述*

	"大盘股票"	"大盘股票"中市盈率最高的 50 只股票
算术平均数	13.11%	11.64%
收益标准差	16.01%	20.14%
夏普风险调整指数	48.00	31.00
3 年期复合收益率	14.38%	10.95%
5 年期复合收益率	13.60%	11.24%
10 年期复合收益率	13.53%	12.03%
15 年期复合收益率	15.16%	11.88%
20 年期复合收益率	14.37%	11.76%
25 年期复合收益率	12.34%	8.30%
30 年期复合收益率	11.67%	8.75%
35 年期复合收益率	10.96%	8.71%
40 年期复合收益率	11.36%	9.06%
年度复合收益年	11.92%	9.71%
10 000 美元增值为	$ 1 590 667.04	$ 646 962.87
最高年度收益	44.90%	60.90%
最低年收益	−26.70%	−33.40%
最高年度预期收益**	45.12%	51.91%
最低年度预期收益***	−18.91%	−28.64%

* 1951 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。
* 最高年度预期收益为平均收益率加 2 个收益标准差。
** 最低年度预期收益为平均收益率减 2 个收益标准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5-11　　市盈率最高的50只股票的基本比例*

项　　目	50 只高市盈率股票超过“全部股票”的时期数	比　　率
年度收益率	45 期中的 16 期	36%
五年滚动期复合收益率	41 期中的 11 期	27%
十年滚动期复合收益率	36 期中的 4 期	11%

* 时间：1951 年～1996 年。

表 5-12　　市盈率最高的50只股票的基本比例*

项　　目	50 只高市盈率股票超过“大盘股票”的时期数	比　　率
年度收益率	45 期中的 19 期	42%
五年滚动期复合收益率	41 期中的 11 期	27%
十年滚动期复合收益率	36 期中的 8 期	22%

* 时间：1951 年至 1996 年。

高市盈率大盘股的业绩同样糟糕

高市盈率对股票业绩的不良影响在“大盘股票”中同样存在。若投资10 000美元于“大盘股票”中市盈率最高的 50 只股票，则 1996 年底该投资将增值为646 963美元，还不到整个“大盘股票”样本组等额投资相应价值的一半。高市盈率组合的各种复合收益率，从最近期的到长期的，均低于“大盘股票”样本组的相应水平，而高市盈率组合的夏普指数则比“大盘股票”低 31.97 点。

此外，在全部 36 个十年滚动期中，50 只高市盈率股票的收益超过“大盘股票”整体的时间只有 22%。

平均分组分析

按市盈率把“全部股票”和“大盘股票”样本组平均分成十组之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后，情况有所不同，尤其对于“全部股票”而言是这样。在这里我们看到，市盈率最低的四组股票收益率超过“全部股票”的整体水平，而市盈率高的第五至第十组（其中第十组是市盈率最高的一组）的收益率则低于整体水平。也许市盈率最低的 50 只股票收益不如整体水平，这可能是因为这些公司具有比其他低市盈率公司更严重的问题。事实上，将资金集中于市盈率第二低的一组，比集中于市盈率最低的一组能获得更高的收益。

“大盘股票”样本组的情况与此类似，其中市盈率最低的一组收益率高于“大盘股票”的整体水平，而市盈率最高的一组则低于整体水平。

对投资者的启示

图 5-3、图 5-4 以及表 5-13 概括了买入 50 只市盈率最高和最低的股票可能带来的收益情况。图 5-5、图 5-6 以及表 5-14 则概括了按市盈率平均分组后各组的收益情况。我们的结论是令人吃惊的。不论是高市盈率的“大盘股票”还是高市盈率的“全部股票”，其收益率均大大低于相应的样本总体收益率，不仅对于市盈率绝对水平最高的 50 只股票是如此，而且按市盈率均分后第十组（最高的一组）也是如此。“大盘股票”中市盈率绝对水平最低的 50 只股票具有大大优于总体样本的收益率，而按市盈率均分后前三组（最低的三组）的收益也高出总体水平很多。对“全部股票”进行分组之后的结果显示，以“全部股票”为选股范围的投资者应该避开市盈率最低的 50 只股票，而在低市盈率的四组这一较大的范围内进行选择。在两个样本总体中，***低市盈率的股票收益均大大优于高市盈率的股票，不论是将绝对水平位于两个极端的 50 只股票比较，还是将范围较大的分组进行比较***。此外，高市盈率的组合与低市盈率的组合在风险方面区别不大。在“全部股票”样本组中，市盈率最低的 50 只股票的收益标准差为 25.14%，而市盈率最高的 50 只股票的收益标准差为 26.33%；在“大盘股票”样本组中，低市盈率策略的收益标准差为 21.39%，而高市盈率策略的标准差则为 20.14%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

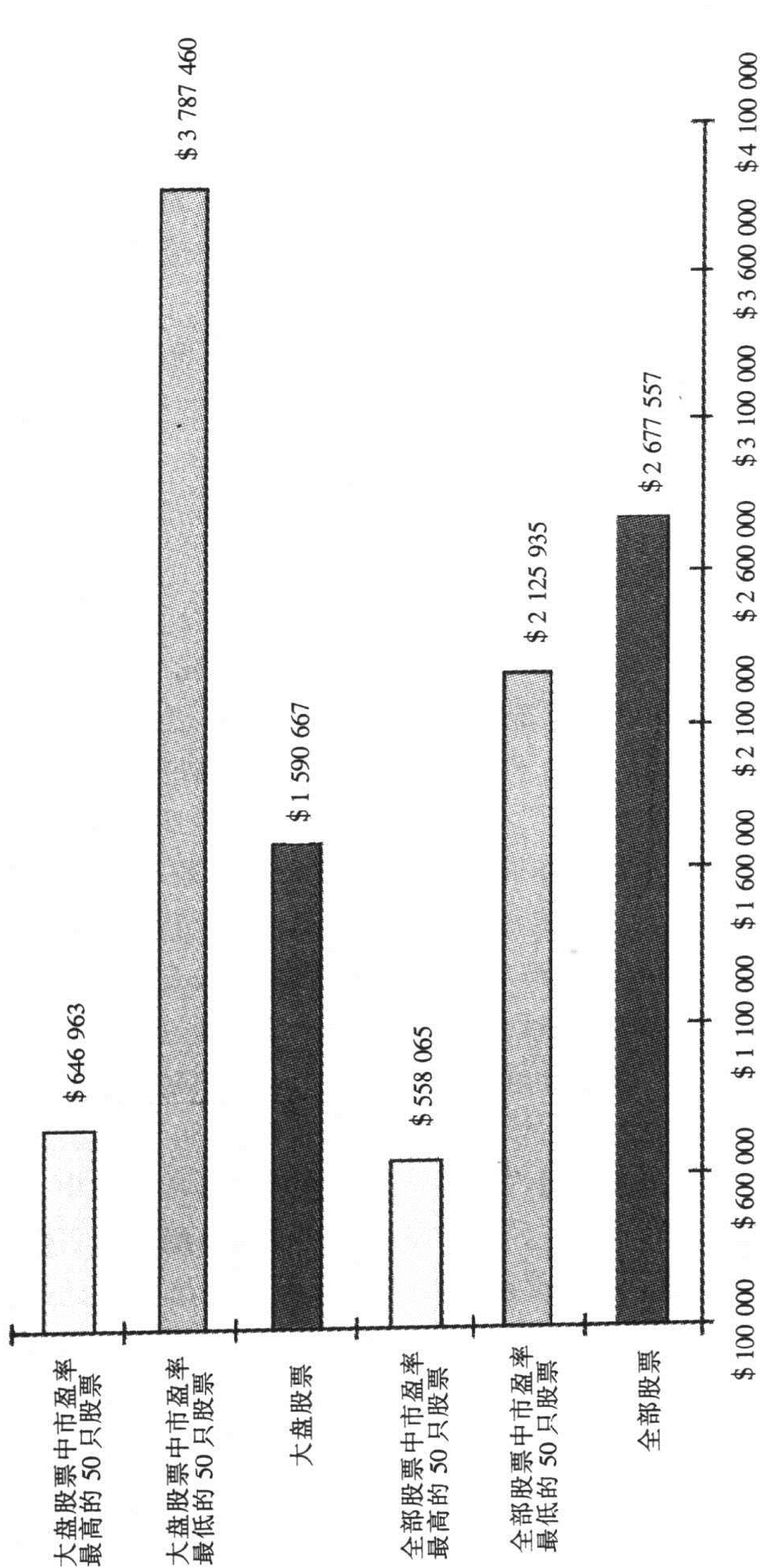


图 5－3 1951 年 12 月 31 日投资 10 000 美元于 1996 年 12 月 31 日的价值（每年按市盈率调整各组成分股）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

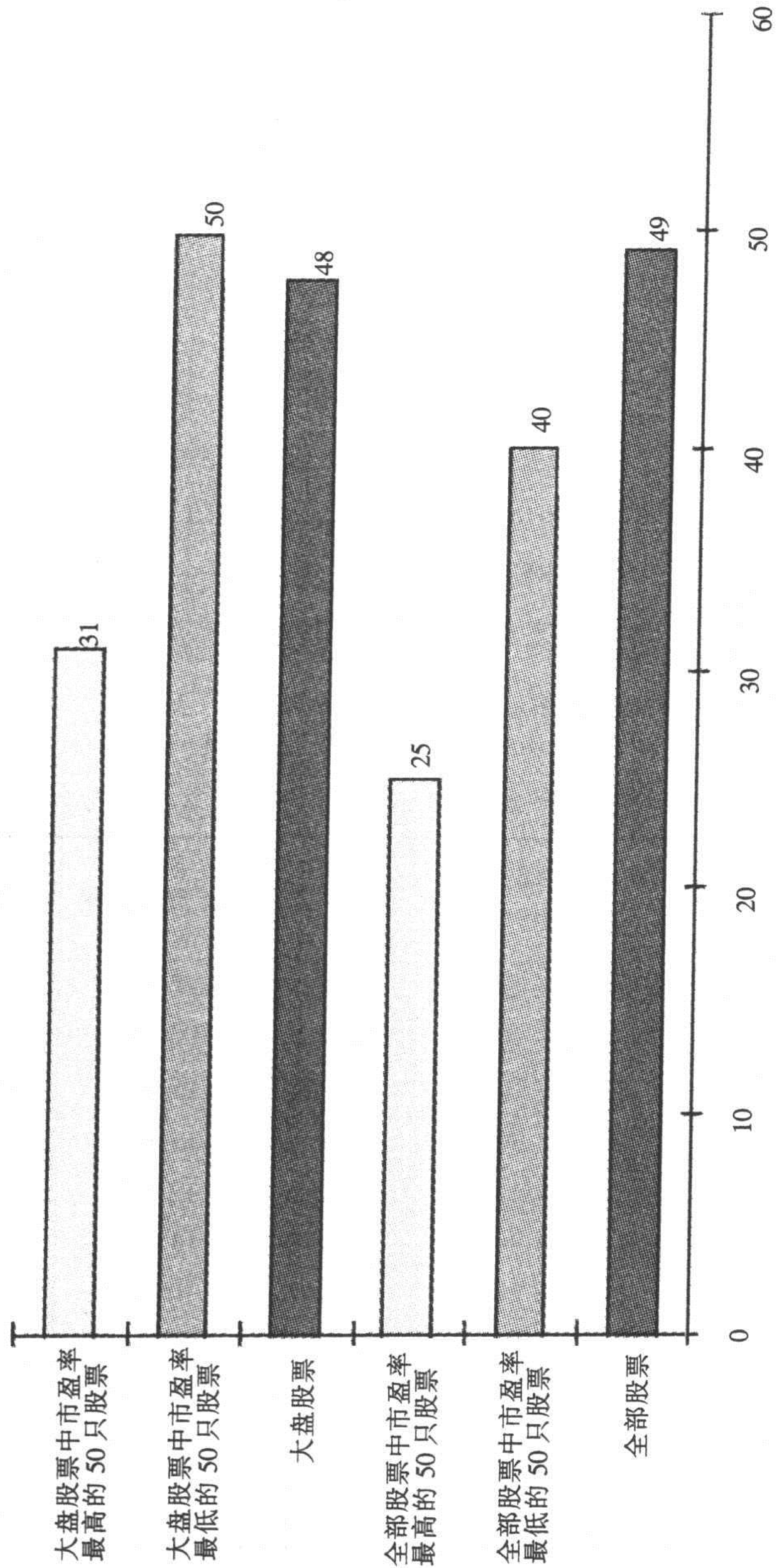


图 5-4 夏普风险调整收益指数，1951年~1996年（指数越高越好）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5－13 各十年期年度复合收益率

投资组合	50 年代*	60 年代	70 年代	80 年代	90 年代**
“大盘股票”	15.33%	8.99%	6.99%	16.89%	12.61%
“大盘股票”中市盈率最高的 50 只股票	14.77%	10.94%	0.93%	14.11%	9.21%
“大盘股票”中市盈率最低的 50 只股票	16.12%	11.14%	12.64%	16.19%	15.25%
“全部股票”	19.22%	11.09%	8.53%	15.85%	12.78%
“全部股票”中市盈率最高的 50 只股票	19.27%	10.96%	2.26%	7.99%	8.63%
“全部股票”中市盈率最低的 50 只股票	21.84%	13.96%	8.89%	7.56%	13.58%

* 1952 年至 1959 年间收益率。

** 1990 年至 1996 年间收益率。

表 5－14 按市盈率平均分组后收益情况概览*

分组序号	10 000 美元的投资增值为	平均收益率	复合收益率	标准差
1（市盈率最低）	$ 5 159 955	17.33%	14.89%	23.66%
2	$ 10 427 991	18.78%	16.70%	22.03%
3	$ 6 307 424	17.13%	15.40%	19.97%
4	$ 3 102 398	15.35%	13.60%	20.17%
5	$ 2 365 448	14.50%	12.92%	18.48%
6	$ 1 504 992	13.39%	11.97%	18.44%
7	$ 1 026 280	12.44%	10.84%	18.02%
8	$ 838 031	12.03%	10.34%	18.84%
9	$ 1 065 155	12.93%	10.93%	20.39%
10（市盈率最高）	$ 1 087 361	13.78%	10.98%	24.65%
“全部股票”	$ 2 677 557	14.97%	13.23%	19.51%

* 样本组：“全部股票”；时间：1951 年至 1996 年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

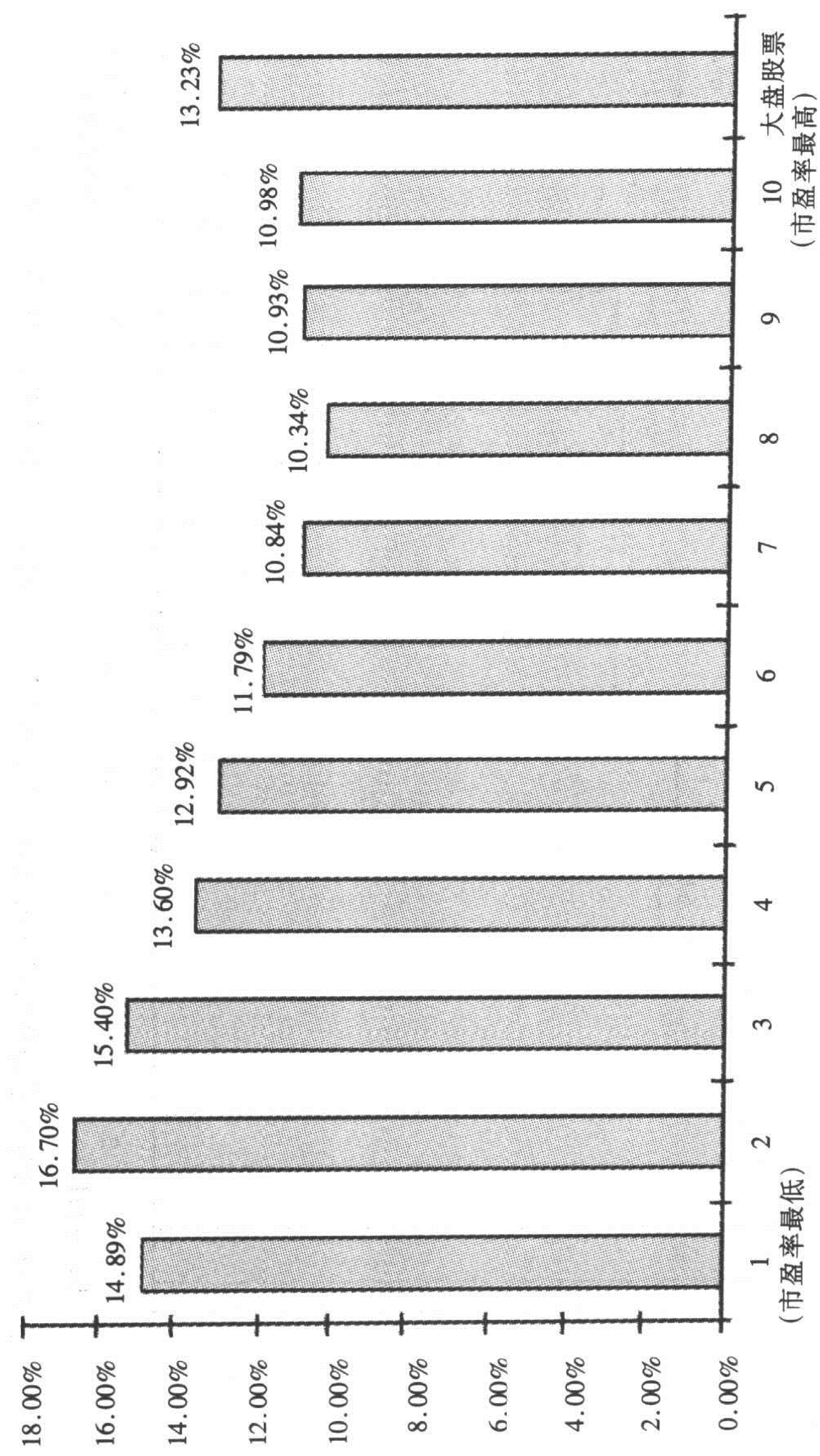


图 5－5 按市盈率平均分组后各组以及“全部股票”样本组的复合收益率，1951 年～1996 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

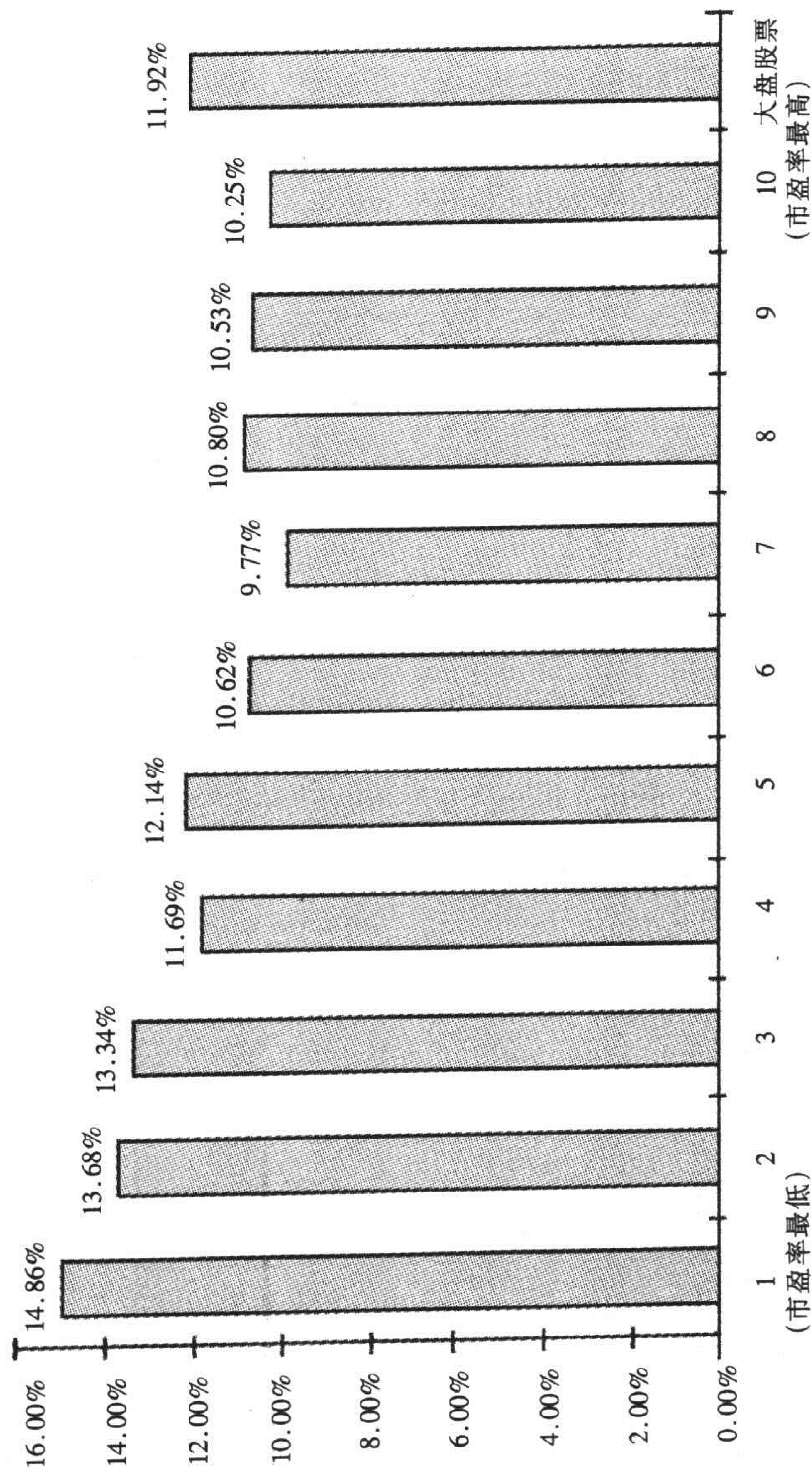


图 5－6 按市盈率平均分组后各组以及“大盘股票”样本组的复合收益率，1951 年～1996 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在本·格拉汉（Ben Graham）和大卫·多德（David Dodd）于1940年所写的书《证券分析：原理与技术》中，有一个非常正确的断言，他们说，“习惯性地买入价格超过其平均盈利20倍的普通股票的投资者，在长期中很可能遭受巨大的损失。”

表5-15　　按市盈率平均分组后收益情况概览*

分组序号	10 000美元的投资增值为	平均收益率	复合收益率	标准差
1（市盈率最低）	$5 092 753	16.87%	14.86%	21.89%
2	$3 204 878	15.40%	13.68%	19.86%
3	$2 796 638	14.78%	13.34%	18.36%
4	$1 446 427	12.93%	11.69%	16.67%
5	$1 735 401	13.42%	12.14%	16.75%
6	$940 571	11.73%	10.62%	15.25%
7	$662 102	10.98%	9.77%	15.96%
8	$1 009 014	12.07%	10.80%	16.26%
9	$906 383	12.08%	10.53%	17.78%
10（市盈率最高）	$807 266	12.34%	10.25%	21.02%
“大盘股票”	$1 590 667	13.11%	11.92%	16.01%

* 样本组：“大盘股票”；时间：1951年～1996年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Price-to-Book Ratios: A Better Gauge of Value

6

市价对账面值比：衡量价值的更好标准

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生活是这样矛盾：只有向后看我们才能理解它，然而我们又必须向前走。

——索伦·基尔克加德

在本章中，我们将考察市价对账面值比(price－to－book ratios，下文简称市账比)。许多投资者相信在选择合适的投资对象时，这是一个更重要的比率。他们认为，盈利数字可以很容易地被操纵，这里有一个古老的笑话说明这一点。一家公司想要聘请一位新的财务总监，但对于每一位申请人只问一个问题："二加二等于多少?"每个人都回答四，只有一个人例外，而恰恰就是她被录用了。她的回答是："你希望是多少?"

市账比是把股票的当前价格除以每股账面价值来计算的。在这里，我们用每股普通股清算价值代替每股账面值。从本质上说，投资者买入市账比低的股票，就相当于以接近清算价值的价格获得了公司的资产，他们认为这样做会获得良好的回报。

我们将考察"全部股票"和"大盘股票"中市账比高以及低的股票。首先，我们从 1951 年 12 月 31 日开始，买入"全部股票"中账面值对市价比率最高的 50 只股票（同样，由于 COMPUSTAT 数据库的数据问题，我们必须使用账面值对市价比率，市账比的倒数，并选择该比率**最高**的 50 只股票)。我们将把"全部股票"和"大盘股票"进行平均分组，并研究各组的收益情况。

检验结果

从长期看，市场欢迎市账比低的股票，而该比率高的股票则表现得很糟糕。1951 年 12 月 31 日如投资10 000美元于"全部股票"中市账比最低的 50 只股票，至 1996 年 12 月 31 日将增值为5 490 122美元，年度复合收益率 15.05%；而等额资金若投资于"全部股票"整体，在同期中仅增值为2 677 557美元。当然，低市账比的策略具有较高风险，其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益标准差为25.45%，大大高于“全部股票”整体19.51%的水平。但由于前者绝对收益高，其夏普指数与“全部股票”总样本组一样，都是49。

大盘股的波动性较低

另一方面，“大盘股票”样本组中市账比最低的50只股票，其风险调整收益则相对高得多。在这里，1951年投资的10 000美元至1996年底将增值为5 025 656美元，年度复合收益率14.82%。等额资金若投资于“大盘股票”整体，在同期中将增值为1 590 667美元，还不到低市账比策略的三分之一。该策略的收益标准差为19.96%，尽管高于“大盘股票”总样本组16.01%的水平，但相对“全部股票”中低市账比组合的收益标准差而言，则波动性低得多。“大盘股票”低市账比组合的夏普指数高达56，从这一单因素来看，这一策略具有很强的优越性。

基本比率的结果则较为复杂。“全部股票”中低市账比组合的年度收益率高于总样本组的时间有60%，十年滚动期收益率高于总样本组的时间有69%，但五年滚动期收益率高于总样本组的时间却只有51%。这一结果说明对于“全部股票”而言，该策略的优越性还不是十分稳定。事实上，在表6-1对年度收益情况所作的比较中，我们可以看到，确实有4年低市账比组合的收益高出总样本组20%，但在1976年至1980年间，该组合的收益连续4年低于总样本组，而在1988年至1990年间其收益就更加糟糕。在考察任何投资策略的时候，应记住类似这样的时期，因为许多投资者在出现了较糟糕的业绩之后，就会放弃相应的策略，任何策略必须具有足够稳定的表现，才能吸引投资者哪怕是在市场最低迷的时候都坚持遵循，也只有这样，策略才有价值。

“大盘股票”的基本比率结果更加一致

对于“大盘股票”中市账比最低的50只股票而言，其基本比率的结果则更加一致。在这里，低市账比组合的收益超过总样本组的几率最低也有62%，而十年滚动期的收益超过总样本组的几率最高。图6-1以及表6-2至表6-6概括了比较的结果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

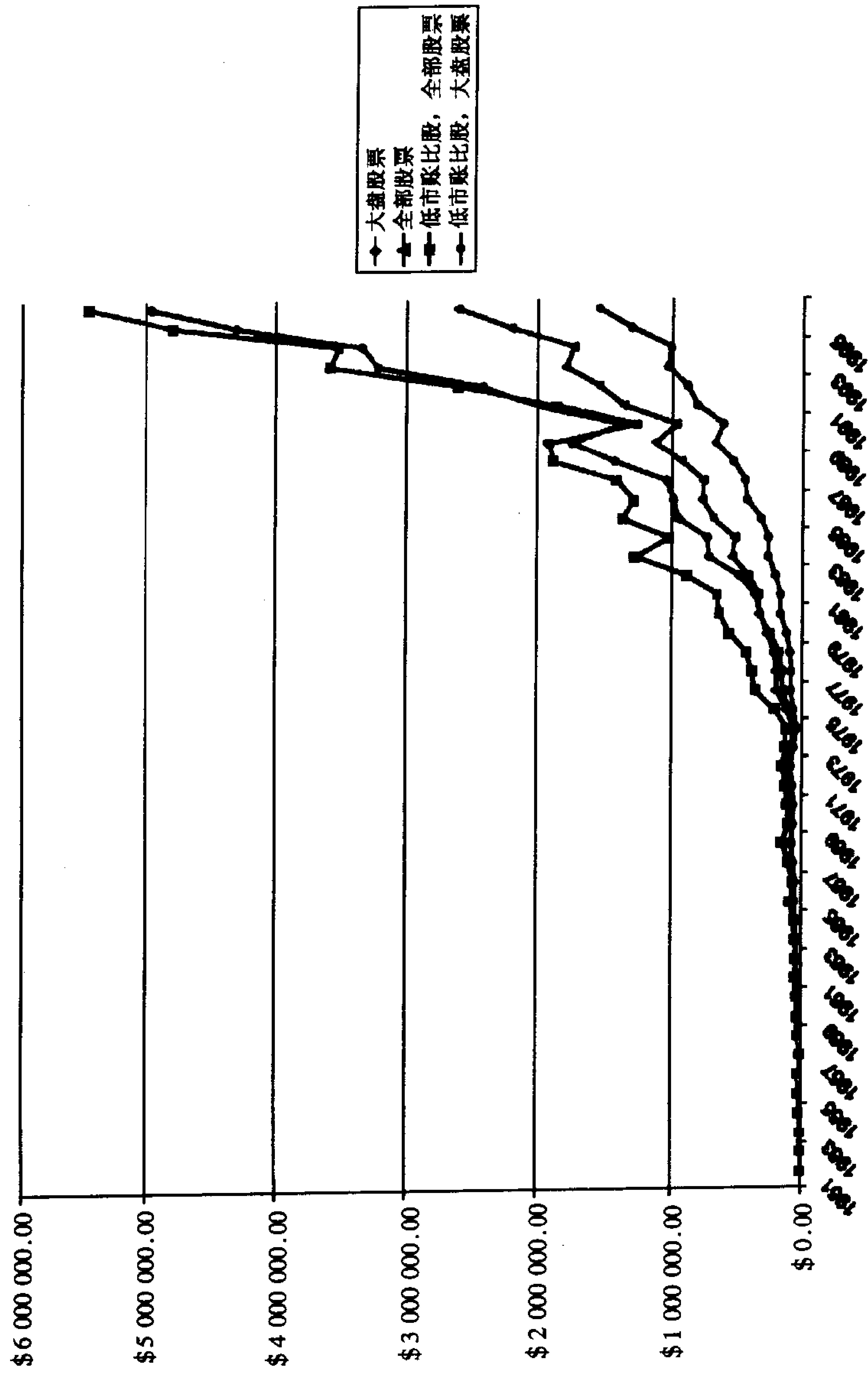


图6－1 低市账比股票的收益与“全部股票”和“大盘股票”的收益对比，1951年～1996年，1951年底=10 000美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6-1 年度收益对比

年度（截止以下日期的一年）	“全部股票”	“全部股票”中账面值对价格比最高的 50 只股票	相对收益：账面值对价格比最高的 50 只股票
1952 年 12 月 31 日	7.90%	5.40%	-2.50%
1953 年 12 月 31 日	2.90%	-2.60%	-5.50%
1954 年 12 月 31 日	47.00%	62.20%	15.20%
1955 年 12 月 31 日	20.70%	19.30%	-1.40%
1956 年 12 月 31 日	17.00%	8.20%	-8.80%
1957 年 12 月 31 日	-7.10%	-14.50%	-7.40%
1958 年 12 月 31 日	55.00%	77.49%	22.49%
1959 年 12 月 31 日	23.00%	22.10%	-0.90%
1960 年 12 月 31 日	6.10%	-8.50%	-14.60%
1961 年 12 月 31 日	31.20%	32.60%	1.40%
1962 年 12 月 31 日	-12.00%	-4.10%	7.90%
1963 年 12 月 31 日	18.00%	23.50%	5.50%
1964 年 12 月 31 日	16.30%	16.80%	0.50%
1965 年 12 月 31 日	22.60%	39.20%	16.60%
1966 年 12 月 31 日	-5.20%	-12.80%	-7.60%
1967 年 12 月 31 日	41.10%	43.60%	2.50%
1968 年 12 月 31 日	27.40%	37.40%	10.00%
1969 年 12 月 31 日	-18.50%	-26.20%	-7.70%
1970 年 12 月 31 日	-5.80%	0.07%	-5.87%
1971 年 12 月 31 日	21.30%	23.30%	2.00%
1972 年 12 月 31 日	11.00%	13.80%	2.80%
1973 年 12 月 31 日	-27.20%	-10.30%	16.90%
1974 年 12 月 31 日	-27.90%	-8.50%	19.40%
1975 年 12 月 31 日	55.90%	69.80%	13.90%
1976 年 12 月 31 日	35.60%	62.40%	26.80%
1977 年 12 月 31 日	6.90%	6.30%	-0.60%
1978 年 12 月 31 日	12.20%	10.10%	-2.10%
1979 年 12 月 31 日	34.30%	29.90%	-4.40%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	"全部股票"	"全部股票"中账面值对价格比最高的 50 只股票	相对收益：账面值对价格比最高的 50 只股票
1980 年 12 月 31 日	31.50%	13.50%	-18.00%
1981 年 12 月 31 日	1.70%	2.70%	1.00%
1982 年 12 月 31 日	22.50%	36.70%	14.20%
1983 年 12 月 31 日	28.10%	41.90%	13.80%
1984 年 12 月 31 日	-3.40%	-19.40%	-16.00%
1985 年 12 月 31 日	30.80%	33.60%	2.80%
1986 年 12 月 31 日	13.10%	-5.80%	-18.90%
1987 年 12 月 31 日	-1.30%	9.70%	11.00%
1988 年 12 月 31 日	21.20%	34.40%	13.20%
1989 年 12 月 31 日	21.40%	1.70%	-19.70%
1990 年 12 月 31 日	-13.80%	-34.50%	-20.70%
1991 年 12 月 31 日	39.80%	48.20%	-8.40%
1992 年 12 月 31 日	13.80%	40.40%	26.60%
1993 年 12 月 31 日	16.60%	36.70%	20.10%
1994 年 12 月 31 日	-3.40%	-1.80%	1.60%
1995 年 12 月 31 日	27.00%	35.40%	8.40%
1996 年 12 月 31 日	18.30%	12.90%	-5.40%
算术平均数	14.97%	17.83%	2.86%
标准差	19.51%	25.45%	5.95%

表 6-2 年度收益对比

年度（截止以下日期的一年）	"大盘股票"	"大盘股票"中账面值对价格比最高的 50 只股票	相对收益：账面值对价格比最高的 50 只股票
1952 年 12 月 31 日	9.30%	11.90%	2.60%
1953 年 12 月 31 日	2.30%	1.40%	-0.90%
1954 年 12 月 31 日	44.90%	59.60%	14.70%
1955 年 12 月 31 日	21.20%	17.20%	-4.00%
1956 年 12 月 31 日	9.60%	10.90%	1.30%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	"大盘股票"	"大盘股票"中账面值对价格比最高的 50 只股票	相对收益：账面值对价格比最高的 50 只股票
1957 年 12 月 31 日	-6.90%	-10.70%	-3.80%
1958 年 12 月 31 日	42.10%	41.70%	-0.40%
1959 年 12 月 31 日	9.90%	5.70%	-4.20%
1960 年 12 月 31 日	4.80%	-1.10%	-5.90%
1961 年 12 月 31 日	27.50%	28.20%	0.70%
1962 年 12 月 31 日	-8.90%	-3.20%	5.70%
1963 年 12 月 31 日	19.50%	24.60%	5.10%
1964 年 12 月 31 日	15.30%	19.30%	4.00%
1965 年 12 月 31 日	16.20%	17.90%	1.70%
1966 年 12 月 31 日	-4.90%	-10.10%	-5.20%
1967 年 12 月 31 日	21.30%	22.50%	1.20%
1968 年 12 月 31 日	16.80%	30.80%	14.00%
1969 年 12 月 31 日	-9.90%	-19.50%	-9.60%
1970 年 12 月 31 日	-0.20%	1.80%	2.00%
1971 年 12 月 31 日	17.30%	19.00%	1.70%
1972 年 12 月 31 日	14.90%	12.00%	-2.90%
1973 年 12 月 31 日	-18.90%	-2.90%	16.00%
1974 年 12 月 31 日	-26.70%	-16.90%	9.80%
1975 年 12 月 31 日	43.10%	66.60%	23.50%
1976 年 12 月 31 日	28.00%	50.10%	22.10%
1977 年 12 月 31 日	-2.50%	2.50%	5.00%
1978 年 12 月 31 日	8.10%	5.50%	-2.60%
1979 年 12 月 31 日	27.30%	24.70%	-2.60%
1980 年 12 月 31 日	30.80%	18.50%	-12.30%
1981 年 12 月 31 日	0.60%	10.20%	9.60%
1982 年 12 月 31 日	19.90%	33.00%	13.10%
1983 年 12 月 31 日	23.80%	46.60%	22.80%
1984 年 12 月 31 日	-0.40%	1.80%	2.20%
1985 年 12 月 31 日	19.50%	29.10%	9.60%
1986 年 12 月 31 日	32.20%	4.40%	-27.80%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	"大盘股票"	"大盘股票"中账面值对价格比最高的 50 只股票	相对收益：账面值对价格比最高的 50 只股票
1987 年 12 月 31 日	3.30%	5.50%	2.20%
1988 年 12 月 31 日	19.00%	36.30%	17.30%
1989 年 12 月 31 日	26.00%	23.20%	-2.80%
1990 年 12 月 31 日	-8.70%	-21.90%	-13.20%
1991 年 12 月 31 日	33.00%	49.00%	16.00%
1992 年 12 月 31 日	8.70%	18.80%	10.10%
1993 年 12 月 31 日	16.30%	32.50%	16.20%
1994 年 12 月 31 日	-1.90%	4.00%	5.90%
1995 年 12 月 31 日	28.50%	28.20%	-0.30%
1996 年 12 月 31 日	18.70%	14.70%	-4.00%
算术平均数	13.11%	16.52%	3.41%
标准差	16.01%	19.96%	3.96%

表 6-3 收益率情况概述*

	"全部股票"	"全部股票"中账面值对价格比最高(市账比最低)的 50 只股票
算术平均数	14.97%	17.83%
收益标准差	19.51%	24.45%
夏普风险调整指数	49.00	49.00
3 年期复合收益率	13.22%	14.50%
5 年期复合收益率	14.00%	23.57%
10 年期复合收益率	12.92%	15.41%
15 年期复合收益率	14.44%	15.11%
20 年期复合收益率	14.97%	14.35%
25 年期复合收益率	12.74%	15.62%
30 年期复合收益率	12.43%	15.08%
35 年期复合收益率	11.64%	14.48%
40 年期复合收益率	12.62%	14.86%
年度复合收益率	13.23%	15.05%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	“全部股票”	“全部股票”中账面值对价格比最高(市账比最低)的 50 只股票
10 000 美元增值为	$ 2 677 556.77	$ 5 490 121.79
最高年度收益	55.90%	77.49%
最低年度收益	−27.90%	−34.50%
最高年度预期收益 * *	53.98%	68.74%
最低年度预期收益 * * *	−24.04%	−33.08%

* 时间：1951 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。

* * 最高年度预期收益为平均收益率加 2 个收益标准差。

* * * 最低年度预期收益为平均收益率减 2 个收益标准差。

表 6－4　　收益率情况概述 *

	“大盘股票”	“大盘股票”中账面值对价格比最高(市账比最低)的 50 只股票
算术平均数	13.11%	16.52%
收益标准差	16.01%	19.96%
夏普风险调整指数	48.00	56.00
3 年期复合收益率	14.38%	15.21%
5 年期复合收益率	13.60%	19.21%
10 年期复合收益率	13.53%	17.37%
15 年期复合收益率	15.16%	18.82%
20 年期复合收益率	14.37%	17.07%
25 年期复合收益率	12.34%	17.20%
30 年期复合收益率	11.67%	15.85%
35 年期复合收益率	10.96%	14.82%
40 年期复合收益率	11.36%	14.35%
年度复合收益率	11.92%	14.82%
10 000 美元增值为	$ 1 590 667.04	$ 5 025 655.77

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	“大盘股票”	“大盘股票”中账面值对价格比最高(市账比最低)的 50 只股票
最高年度收益	44.90%	66.60%
最低年度收益	-26.70%	-21.90%
最高年度预期收益**	45.12%	56.44%
最低年度预期收益***	-18.91%	-23.40%

* 时间：1951 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。

** 最高年度预期收益为平均收益率加 2 个收益标准差。

*** 最低年度预期收益为平均收益率减 2 个收益标准差。

表 6-5 市账比最低的50只股票的基本比率*

项 目	50 只低市账比股票超过“全部股票”的时期数	比 率
年度收益率	45 期中的 27 期	60%
五年滚动期复合收益率	41 期中的 21 期	51%
十年滚动期复合收益率	36 期中的 25 期	69%

* 时间：1951 年～1996 年。

表 6-6 市账比最低的50只股票的基本比率*

项 目	50 只低市账比股票超过“大盘股票”的时期数	比 率
年度收益率	45 期中的 28 期	62%
五年滚动期复合收益率	41 期中的 32 期	78%
十年滚动期复合收益率	36 期中的 32 期	89%

* 时间：1951 年～1996 年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高市账比股票的表现十分糟糕

与高市盈率股票类似，高市账比的股票通常都不是良好的投资对象。图 6-2 以及表 6-7 至表 6-12 概括了检验的结果。在这里，如果 1951 年底投资10 000美元于“全部股票”中市账比最高的 50 只股票，至 1996 年底该投资将增值为 380 440 美元，比等额资金投资于“全部股票”整体在同期内所能获得的增值低 200 万美元以上，比相等资金投资于“全部股票”中市账比最低的 50 只股票所能获得的增值低更多。高市账比组合的收益标准差高达 28.43%，说明其风险较大，这从年度收益数字的波动中可以得到证明。1973 年至 1976 年间以及 1981 年至 1985 年间，高市账比策略的年度收益均**低于**“全部股票”总样本组。1981 年和 1984 年这两年尤其值得一提，1981 年“全部股票”的收益为 1.7%，而高市账比组合损失了 31%；1984 年的情况更可怕，“全部股票”损失了 3.4%，而高市账比组合的损失则接近 40%。

“大盘股票”中市账比最高的 50 只股票，同样表现不佳：1951 年 12 月 31 日投资的10 000美元至 1996 年底增值为893 583美元，年度复合收益率为 10.50%，大体相当于“大盘股票”整体收益的一半。高市账比组合的收益标准差略低——为 22.84%——但其夏普指数为 33，仍然十分糟糕。图 6-3 和图 6-4 概括了比较的结果。

高市账比策略的基本比率有些特殊。从长期收益来看，该策略存在问题是毫无疑问的，但从五年滚动期的收益来看，“大盘股票”的高市账比组合却有 54%的时间超过了“大盘股票”整体水平。此外，表 6-13 中的数据显示，“大盘股票”的高市账比组合甚至在整个 50 年代和 60 年代都取得了高于“大盘股票”整体的收益率！与此相反，“全部股票”的高市账比组合在 50 年代至 90 年代间的任何一个十年中，都未能超过“全部股票”整体。很显然，在按年代研究收益情况时，我们需要谨慎行事。表 6-14 的数据说明，以滚动的十年期为单位研究收益是一个更好的方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

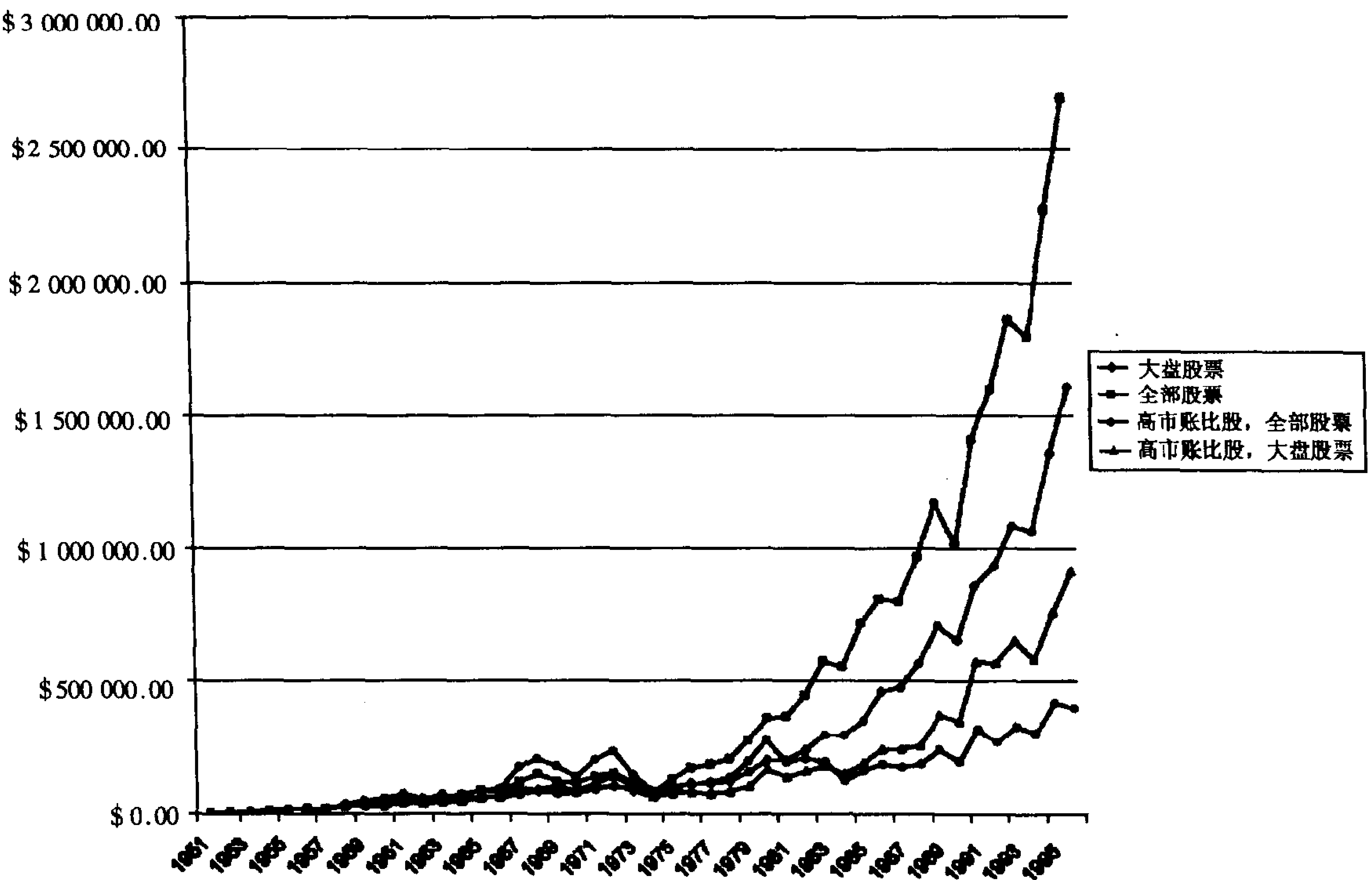


图6-2 高市账比股票的收益与“全部股票”和“大盘股票”的收益对比，1951年~1996年，1951年底=10 000美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6－7　　年度收益对比

年度（截止以下日期的一年）	"全部股票"	"全部股票"中市账比最高的 50 只股票	相对收益：市账比最高的 50 只股票
1952 年 12 月 31 日	7.90%	3.90%	－4.00%
1953 年 12 月 31 日	2.90%	3.40%	0.50%
1954 年 12 月 31 日	47.00%	49.60%	2.60%
1955 年 12 月 31 日	20.70%	19.00%	－1.70%
1956 年 12 月 31 日	17.00%	21.50%	4.50%
1957 年 12 月 31 日	－7.10%	－5.40%	1.70%
1958 年 12 月 31 日	55.00%	61.80%	6.80%
1959 年 12 月 31 日	23.00%	40.90%	17.90%
1960 年 12 月 31 日	6.10%	19.20%	13.10%
1961 年 12 月 31 日	31.20%	23.00%	－8.20%
1962 年 12 月 31 日	－12.00%	－23.30%	－11.30%
1963 年 12 月 31 日	18.00%	21.82%	3.82%
1964 年 12 月 31 日	16.30%	3.20%	－13.10%
1965 年 12 月 31 日	22.60%	20.20%	－2.40%
1966 年 12 月 31 日	－5.20%	5.90%	11.10%
1967 年 12 月 31 日	41.10%	87.60%	46.50%
1968 年 12 月 31 日	27.40%	18.00%	－9.40%
1969 年 12 月 31 日	－18.50%	－13.80%	4.70%
1970 年 12 月 31 日	－5.80%	－22.20%	－16.40%
1971 年 12 月 31 日	21.30%	45.10%	23.80%
1972 年 12 月 31 日	11.00%	17.60%	6.60%
1973 年 12 月 31 日	－27.20%	－38.10%	－10.90%
1974 年 12 月 31 日	－27.90%	－44.80%	－16.90%
1975 年 12 月 31 日	55.90%	21.90%	－34.00%
1976 年 12 月 31 日	35.60%	7.30%	－28.30%
1977 年 12 月 31 日	6.90%	7.90%	1.00%
1978 年 12 月 31 日	12.20%	16.30%	4.10%
1979 年 12 月 31 日	34.30%	45.70%	11.40%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	"全部股票"	"全部股票"中市账比最高的 50 只股票	相对收益：市账比最高的 50 只股票
1980 年 12 月 31 日	31.50%	43.00%	11.50%
1981 年 12 月 31 日	1.70%	-31.20%	-32.90%
1982 年 12 月 31 日	22.50%	5.90%	-16.60%
1983 年 12 月 31 日	28.10%	-6.30%	-34.40%
1984 年 12 月 31 日	-3.40%	-38.60%	-35.20%
1985 年 12 月 31 日	30.80%	34.60%	3.80%
1986 年 12 月 31 日	13.10%	15.40%	2.30%
1987 年 12 月 31 日	-1.30%	-7.10%	-5.80%
1988 年 12 月 31 日	21.20%	7.60%	-13.60%
1989 年 12 月 31 日	21.40%	30.60%	9.20%
1990 年 12 月 31 日	-13.80%	-20.90%	-7.10%
1991 年 12 月 31 日	39.80%	68.30%	28.50%
1992 年 12 月 31 日	13.80%	-15.80%	-29.60%
1993 年 12 月 31 日	16.60%	22.50%	5.90%
1994 年 12 月 31 日	-3.40%	-8.10%	-4.70%
1995 年 12 月 31 日	27.00%	40.00%	13.00%
1996 年 12 月 31 日	18.30%	-5.10%	-23.40%
算术平均数	14.97%	12.18%	-2.68%
标准差	19.51%	28.43%	8.92%

表 6-8 年度收益对比

年度（截止以下日期的一年）	"大盘股票"	"大盘股票"中市账比最高的 50 只股票	相对收益：市账比最高的 50 只股票
1952 年 12 月 31 日	9.30%	6.00%	-3.30%
1953 年 12 月 31 日	2.30%	0.60%	-1.70%
1954 年 12 月 31 日	44.90%	43.50%	-1.40%
1955 年 12 月 31 日	21.20%	31.90%	10.70%
1956 年 12 月 31 日	9.60%	9.50%	-0.10%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	"大盘股票"	"大盘股票"中市账比最高的 50 只股票	相对收益：市账比最高的 50 只股票
1957 年 12 月 31 日	-6.90%	-11.00%	-4.10%
1958 年 12 月 31 日	42.10%	44.60%	2.50%
1959 年 12 月 31 日	9.90%	19.70%	9.80%
1960 年 12 月 31 日	4.80%	2.80%	-2.00%
1961 年 12 月 31 日	27.50%	24.20%	-3.30%
1962 年 12 月 31 日	-8.90%	-17.20%	-8.30%
1963 年 12 月 31 日	19.50%	21.80%	2.30%
1964 年 12 月 31 日	15.30%	8.40%	-6.90%
1965 年 12 月 31 日	16.20%	20.00%	3.80%
1966 年 12 月 31 日	-4.90%	8.40%	13.30%
1967 年 12 月 31 日	21.30%	40.20%	18.90%
1968 年 12 月 31 日	16.80%	2.30%	-14.50%
1969 年 12 月 31 日	-9.90%	12.00%	21.90%
1970 年 12 月 31 日	-0.20%	-19.90%	-19.70%
1971 年 12 月 31 日	17.30%	34.60%	17.30%
1972 年 12 月 31 日	14.90%	26.10%	11.20%
1973 年 12 月 31 日	-18.90%	-28.80%	-9.90%
1974 年 12 月 31 日	-26.70%	-38.70%	-12.00%
1975 年 12 月 31 日	43.10%	18.60%	-24.50%
1976 年 12 月 31 日	28.00%	9.20%	-18.80%
1977 年 12 月 31 日	-2.50%	-10.40%	-7.90%
1978 年 12 月 31 日	8.10%	10.40%	2.30%
1979 年 12 月 31 日	27.30%	23.90%	-3.40%
1980 年 12 月 31 日	30.80%	67.80%	37.00%
1981 年 12 月 31 日	0.60%	-18.80%	-19.40%
1982 年 12 月 31 日	19.90%	15.80%	-4.10%
1983 年 12 月 31 日	23.80%	13.80%	-10.00%
1984 年 12 月 31 日	-0.40%	-18.40%	-18.00%
1985 年 12 月 31 日	19.50%	29.80%	10.30%
1986 年 12 月 31 日	32.20%	28.40%	-3.80%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	“大盘股票”	“大盘股票”中市账比最高的 50 只股票	相对收益：市账比最高的 50 只股票
1987 年 12 月 31 日	3.30%	1.00%	-2.30%
1988 年 12 月 31 日	19.00%	4.80%	-14.20%
1989 年 12 月 31 日	26.00%	48.50%	22.50%
1990 年 12 月 31 日	-8.70%	-7.00%	1.70%
1991 年 12 月 31 日	33.00%	65.60%	32.60%
1992 年 12 月 31 日	8.70%	-0.90%	-9.60%
1993 年 12 月 31 日	16.30%	15.20%	-1.10%
1994 年 12 月 31 日	-1.90%	-10.80%	-8.90%
1995 年 12 月 31 日	28.50%	31.50%	3.00%
1996 年 12 月 31 日	18.70%	20.70%	2.00%
算术平均数	13.11%	12.88%	-0.22%
标准差	16.01%	22.84%	6.84%

表 6-9 收益率情况概述*

	“全部股票”	“全部股票”中市账比最高的 50 只股票
算术平均数	14.97%	12.18%
收益标准差	19.51%	28.43%
夏普风险调整指数	49.00	24.00
3 年期复合收益率	13.22%	6.88%
5 年期复合收益率	14.00%	4.72%
10 年期复合收益率	12.92%	8.15%
15 年期复合收益率	14.44%	4.97%
20 年期复合收益率	14.97%	6.80%
25 年期复合收益率	12.74%	2.72%
30 年期复合收益率	12.43%	4.92%
35 年期复合收益率	11.64%	4.81%
40 年期复合收益率	12.62%	7.24%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	"全部股票"	"全部股票"中市账比最高的 50 只股票
年度复合收益率	13.23%	8.42%
10 000 美元增值为	$2 677 556.77	$380 440.10
最高年度收益	55.90%	87.60%
最低年度收益	-27.90%	-44.80%
最高年度预期收益**	53.98%	69.04%
最低年度预期收益***	-24.04%	-44.68%

* 1951 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。

** 最高年度预期收益为平均收益率加 2 个收益标准差。

*** 最低年度预期收益为平均收益率减 2 个收益标准差。

表 6-10　收益率情况概述*

	"大盘股票"	"大盘股票"中市账比最高的 50 只股票
算术平均数	13.11%	12.88%
收益标准差	16.01%	22.84%
夏普风险调整指数	48.00	33.00
3 年期复合收益率	14.38%	12.29%
5 年期复合收益率	13.60%	10.08%
10 年期复合收益率	13.53%	14.62%
15 年期复合收益率	15.16%	13.87%
20 年期复合收益率	14.37%	13.09%
25 年期复合收益率	12.34%	8.86%
30 年期复合收益率	11.67%	9.31%
35 年期复合收益率	10.96%	9.02%
40 年期复合收益率	11.36%	9.69%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	“大盘股票”	“大盘股票”中市账比最高的 50 只股票
年度复合收益率	11.92%	10.50%
10 000 美元增值为	$ 1 590 667.04	$ 893 582.92
最高年度收益	44.90%	67.80%
最低年度收益	-26.70%	-38.70%
最高年度预期收益**	45.12%	58.57%
最低年度预期收益***	-18.91%	-32.80%

* 时间：1951 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。
** 最高年度预期收益为平均收益率加 2 个收益标准差。
*** 最低年度预期收益为平均收益率减 2 个收益标准差。

表 6-11 “全部股票”及“全部股票”中市账比最高的 50 只股票的基本比例*

项目	50 只高市账比股票超过“全部股票”的时期数	比例
年度收益率	45 期中的 23 期	51%
五年滚动期复合收益率	41 期中的 14 期	34%
十年滚动期复合收益率	36 期中的 12 期	33%

* 时间：1951 年～1996 年。

表 6-12 “大盘股票”及“大盘股票”中市账比最高的 50 只股票的基本比例*

项目	50 只高市账比股票超过“大盘股票”的时期数	比例
年度收益率	45 期中的 18 期	40%
五年滚动期复合收益率	41 期中的 22 期	54%
十年滚动期复合收益率	36 期中的 15 期	42%

* 时间：1951 年～1996 年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

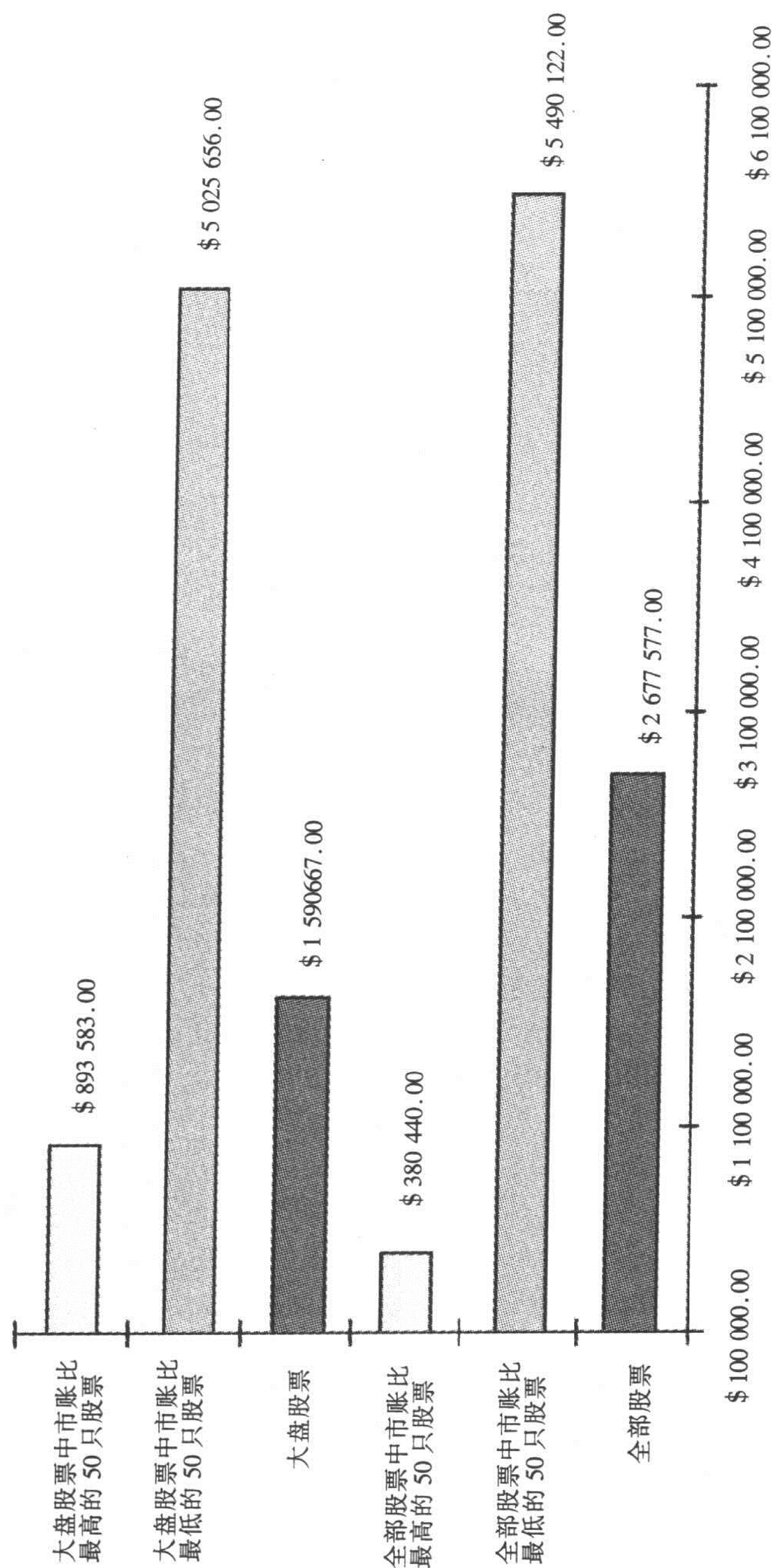


图 6-3 1951年12月31日投资10 000美元于1996年12月31日的价值（每年按市账比调整各组成分股）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

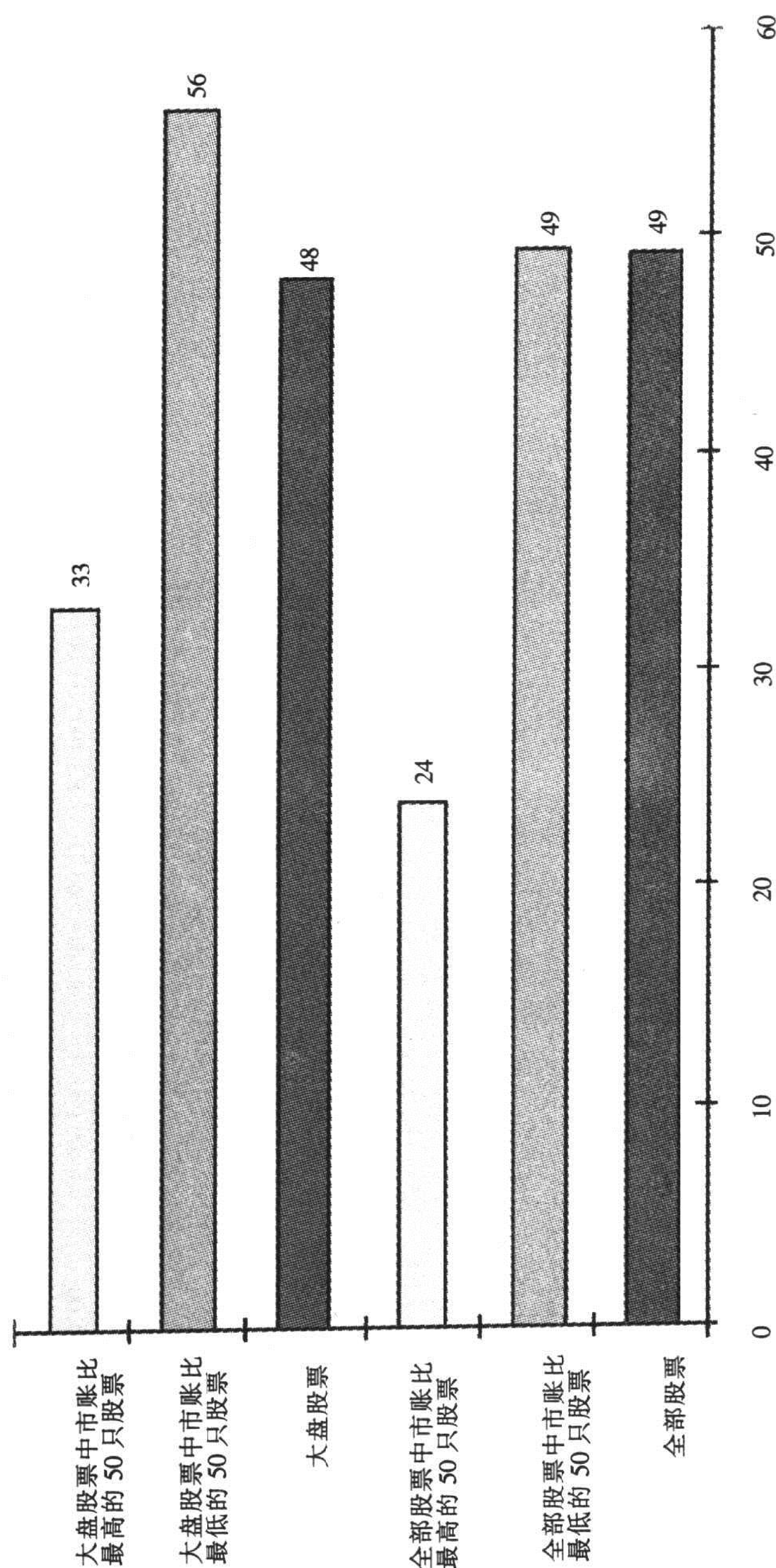


图 6-4 夏普风险调整收益指数，1951年~1996年（指数越高越好）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6－13　各十年期复合年度收益率

投资组合	50 年代*	60 年代	70 年代	80 年代	90 年代**
“大盘股票”	15.33%	8.99%	6.99%	16.89%	12.61%
“大盘股票”中市账比最高的 50 只股票	16.55%	11.30%	－0.60%	14.40%	13.92%
“大盘股票”中市账比最低的 50 只股票	15.41%	9.57%	13.95%	19.99%	15.85%
“全部股票”	19.22%	11.09%	8.53%	15.85%	12.78%
“全部股票”中市账比最高的 50 只股票	22.32%	13.13%	0.82%	1.97%	7.66%
“全部股票”中市账比最低的 50 只股票	21.84%	13.96%	8.89%	7.56%	15.83%

*　1952 年～1959 年间收益率。

**　1990 年～1996 年间收益率。

表 6－14　滚动十年期收益*

滚动十年期（截止以下日期的十年）	“全部股票”	“全部股票”中市账比最高的 50 只股票	相对收益：市账比最高的 50 只股票
1961 年 12 月 31 日	18.97%	22.07%	3.10%
1962 年 12 月 31 日	16.57%	18.42%	1.85%
1963 年 12 月 31 日	18.18%	20.38%	2.20%
1964 年 12 月 31 日	15.44%	15.99%	0.55%
1965 年 12 月 31 日	15.63%	16.11%	0.48%
1966 年 12 月 31 日	13.22%	14.52%	1.31%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

滚动十年期（截止以下日期的十年）	“全部股票”	“全部股票”中市账比最高的 50 只股票	相对收益：市账比最高的 50 只股票
1967 年 12 月 31 日	18.05%	22.64%	4.59%
1968 年 12 月 31 日	15.76%	18.83%	3.07%
1969 年 12 月 31 日	11.09%	13.13%	2.04%
1970 年 12 月 31 日	9.78%	8.41%	-1.37%
1971 年 12 月 31 日	8.92%	10.21%	1.29%
1972 年 12 月 31 日	11.48%	15.02%	3.55%
1973 年 12 月 31 日	6.22%	7.49%	1.27%
1974 年 12 月 31 日	1.26%	0.97%	-0.29%
1975 年 12 月 31 日	3.72%	1.12%	-2.61%
1976 年 12 月 31 日	7.50%	1.25%	-6.26%
1977 年 12 月 31 日	4.56%	-4.20%	-8.76%
1978 年 12 月 31 日	3.24%	-4.34%	-7.58%
1979 年 12 月 31 日	8.53%	0.82%	-7.71%
1980 年 12 月 31 日	12.21%	7.14%	-5.07%
1981 年 12 月 31 日	10.25%	-0.56%	-10.81%
1982 年 12 月 31 日	11.34%	-1.60%	-12.94%
1983 年 12 月 31 日	17.82%	2.57%	-15.25%
1984 年 12 月 31 日	21.31%	3.67%	-17.65%
1985 年 12 月 31 日	19.20%	4.70%	-14.50%
1986 年 12 月 31 日	17.06%	5.46%	-11.59%
1987 年 12 月 31 日	16.13%	3.90%	-12.23%
1988 年 12 月 31 日	17.03%	3.09%	-13.93%
1989 年 12 月 31 日	15.85%	1.97%	-13.88%
1990 年 12 月 31 日	11.06%	-3.89%	-14.95%
1991 年 12 月 31 日	14.65%	5.10%	-9.55%
1992 年 12 月 31 日	13.81%	2.72%	-11.09%
1993 年 12 月 31 日	12.74%	5.51%	-7.24%
1994 年 12 月 31 日	12.74%	9.85%	-2.89%
1995 年 12 月 31 日	12.41%	10.28%	-2.13%
1996 年 12 月 31 日	12.92%	8.15%	-4.77%
算术平均数	12.69%	7.41%	-5.27%

* 时间：1961 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平均分组分析

按市账比对“全部股票”和“大盘股票”总样本组进行平均分组后，结果进一步确认了比较前述 50 只股票构成的组合所得到的结论。在“全部股票”和“大盘股票”中，低市账比分组的收益均优于相应的整体收益，同时也优于高市账比分组的收益。事实上，“全部股票”市账比最低一组的收益是市账比最高一组收益的 8 倍，表 6－15、表 6－16 以及图 6－5、图 6－6 概括了检验的结果。

表 6－15　　按市账比平均分组后收益情况概览*

分组序号	10 000 美元的投资增值为	平均收益率	复合收益率	标准差
1（市账比最低）	$ 8 670 540	18.86%	16.22%	25.06%
2	$ 6 625 560	17.47%	15.53%	21.21%
3	$ 5 591 529	16.86%	15.09%	19.98%
4	$ 4 210 648	16.29%	14.37%	20.87%
5	$ 2 234 283	14.75%	12.77%	20.64%
6	$ 1 481 636	13.71%	11.75%	20.45%
7	$ 1 512 844	13.61%	11.80%	19.46%
8	$ 1 810 470	14.72%	12.25%	23.34%
9	$ 2 076 414	15.09%	12.59%	23.42%
10（市账比最高）	$ 1 002 074	13.91%	10.78%	26.61%
“全部股票”	$ 2 677 557	14.97%	13.23%	19.51%

* 资料来源：“全部股票”样本组；时间：1951 年～1996 年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6-16　　按市账比平均分组后收益情况概览*

分组序号	10 000 美元的投资增值为	平均收益率	复合收益率	标准差
1（市账比最低）	$6 475 018	17.15%	15.47%	20.01%
2	$2 451 539	14.50%	13.01%	18.38%
3	$1 995 238	13.79%	12.49%	17.03%
4	$1 434 077	12.92%	11.67%	16.60%
5	$1 455 251	12.98%	11.70%	16.85%
6	$1 065 948	12.39%	10.93%	17.46%
7	$877 525	11.88%	10.45%	17.30%
8	$1 299 473	12.88%	11.42%	17.58%
9	$1 182 866	12.99%	11.19%	19.49%
10（市账比最高）	$1 127 200	13.42%	11.07%	22.54%
"大盘股票"	$1 590 667	13.11%	11.92%	16.01%

* 资料来源："大盘股票"样本组；时间：1951 年～1996 年。

对投资者的启示

从长期来看，低市账比股票显然具有优越的收益业绩，而高市账比股票则不受市场欢迎。然而，数据显示投资者也愿意接受高市账比的股票：在 20 年的时期中，"大盘股票"中市账比最高的 50 只股票获得了优于"大盘股票"整体的收益。市账比高是成长性股票的标志之一，所以，仅仅具有较高的市账比不应成为不购买某只股票的理由。当然，长期的结果应使投资者对于那些市账比最高的股票保持谨慎态度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

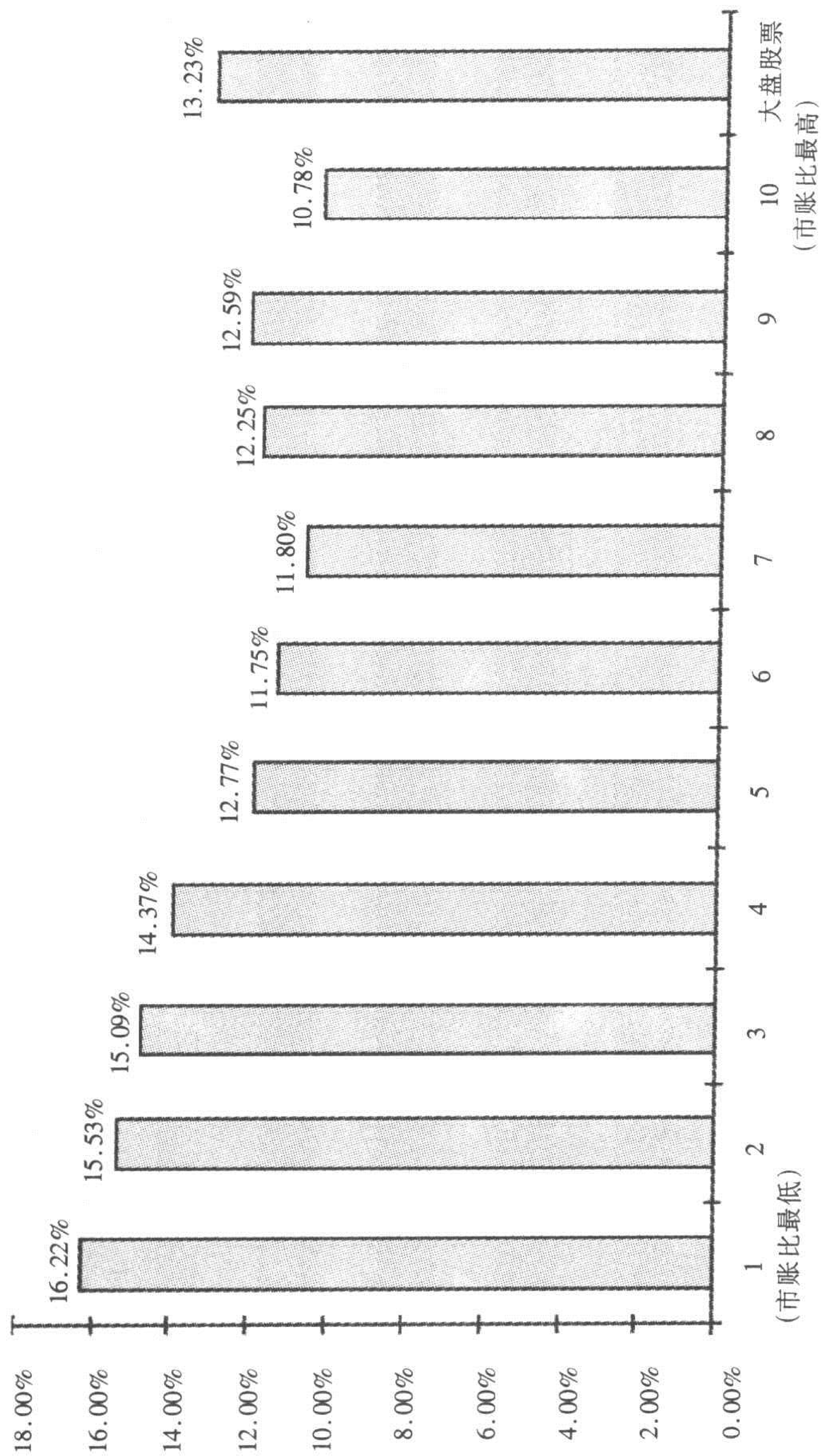


图 6-5 按市账比平均分组后各组以及"全部股票"样本组的复合收益率，1951 年～1996 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

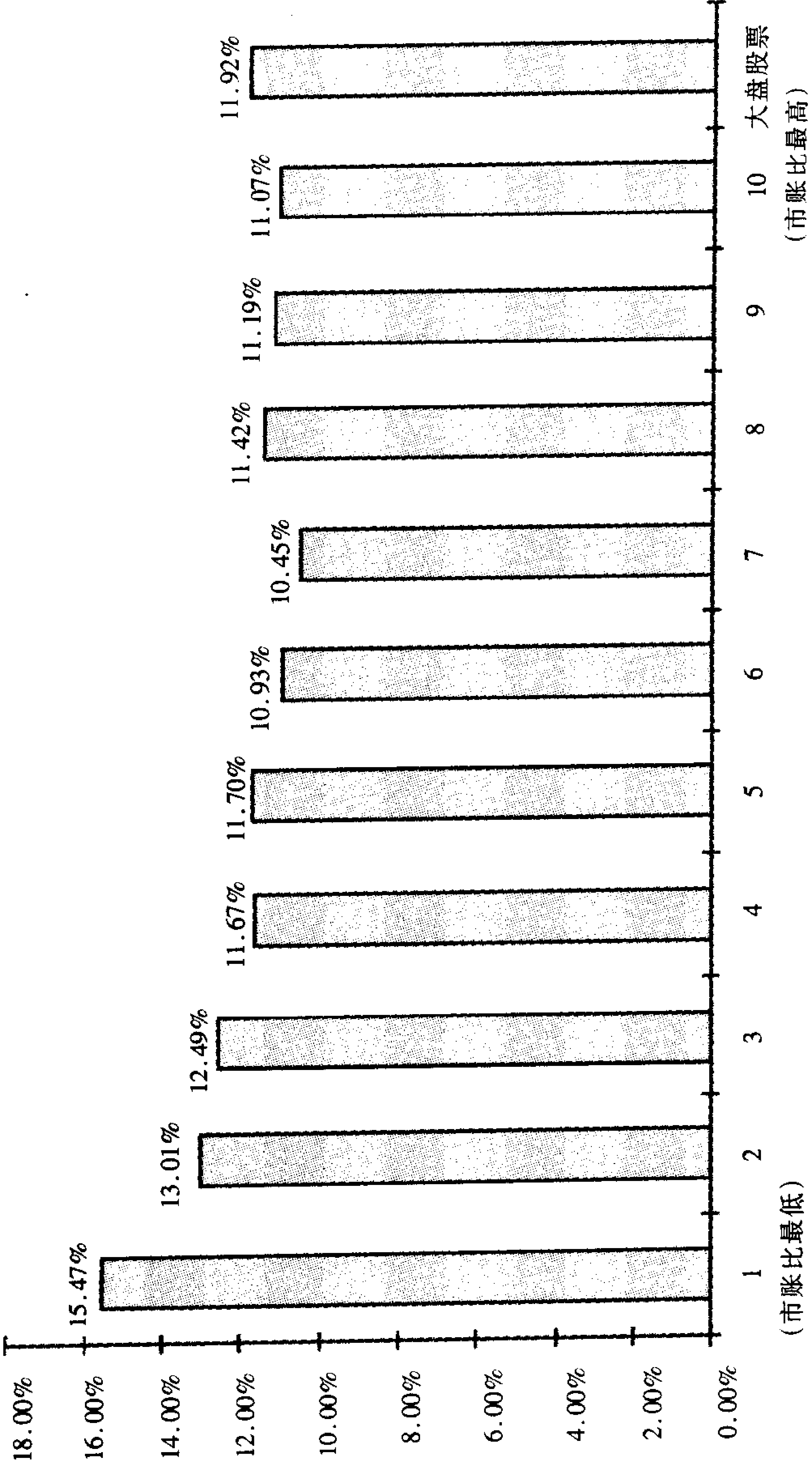


图 6－6 按市账比平均分组后各组以及"大盘股票"样本组的复合收益率，1951 年～1996 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Price-to-Cashflow Ratios: Using Cash to Determine Value

7

价格对现金流比率：用现金流来确定价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

识破一个假象比发现一个真理更能使人明智。

——拉德威格·波恩

价格对现金流比率（Price－to－cashflow ratios，后文简称价现比）是另一种可用来判断股票投资价值高低的指标。把盈利（不包括特殊项目）数字与折旧和摊销相加即可求得现金流金额，再将股票的市值除以现金流即得价现比。我们将通过每股数字来计算价现比。

部分侧重投资价值的投资者之所以倾向于使用价现比来判断一只股票的投资价值高低，原因就在于现金流数字比盈利更难操纵。在这里的研究中我们将去除公用事业股，因为此类股票的数量众多，而我们不希望偏重任何一个行业。

与其他检验一样，我们将考察"全部股票"和"大盘股票"中价现比高以及低的股票。首先，我们从1951年12月31日开始，买入"全部股票"中现金流对价现比率最高的50只股票（同样，由于COMPUSTAT数据库的数据问题，我们必须使用现金流对价格比率，价现比的倒数，并选择该比率***最高***的50只股票）。我们还将把"全部股票"和"大盘股票"按价现比进行平均分组，并研究各组的收益情况。我们将对所构造的组合进行年度调整，组合中每一只股票将具有相等的权重，并且除价格数字外，所有的有关数据都将安排时滞以避免前视偏差。

检验结果

与已经考察过的其他价值指标一样，投资者欢迎价现比低的股票，而具有高价现比的股票则表现不佳。图7－1反映了这一点。让我们先来看一看低价现比股票的收益情况。如果1951年12月31日投资10 000美元于"全部股票"中价现比最低的50只股票，至1996年12月31日该投资将增值为4 483 126美元，年度复合收益率14.53%，高于等额资金投资于"全部股票"所能获得的2 677 557美元。但是低价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

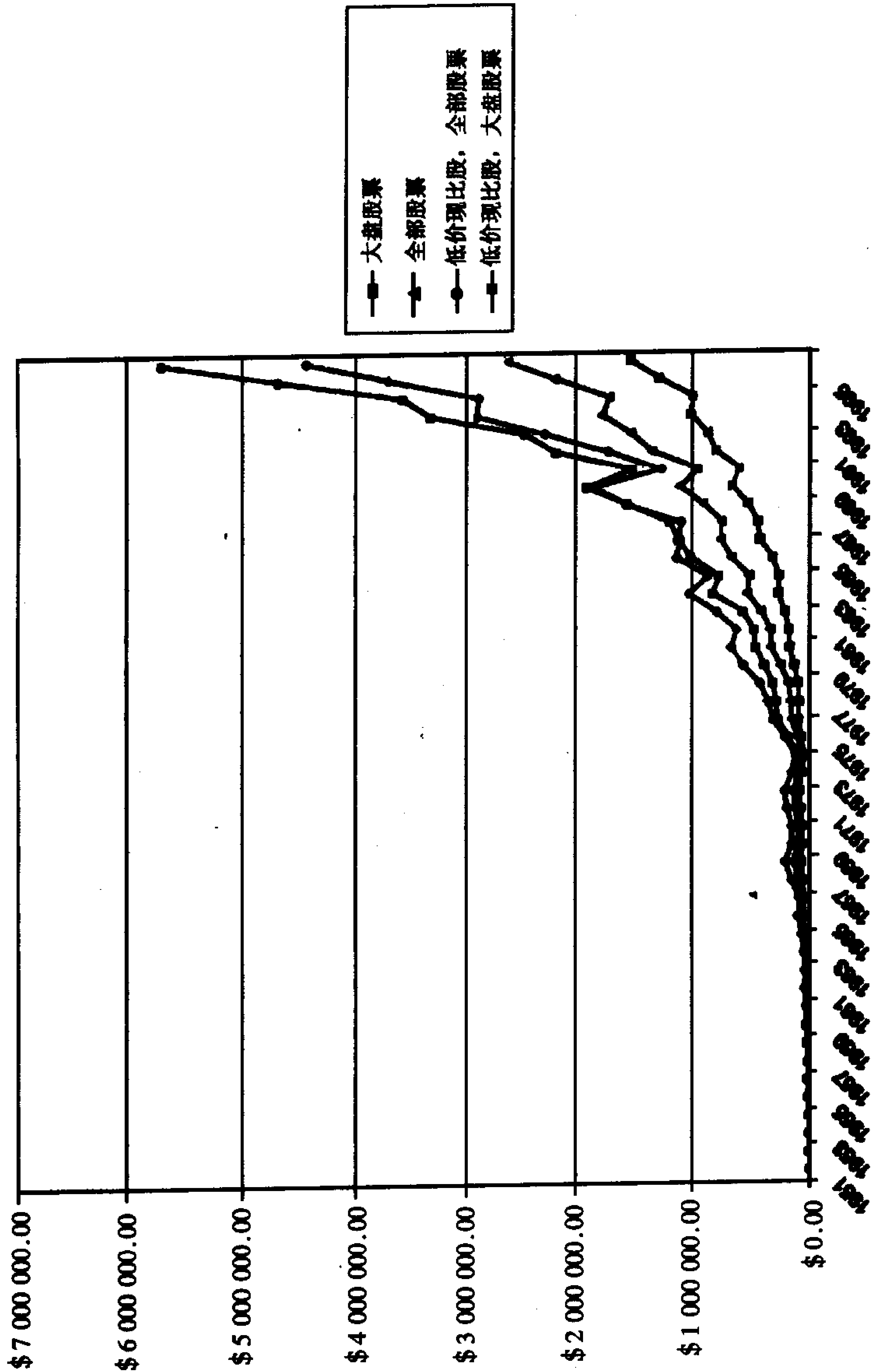


图7-1 低价现比股票收益与“全部股票”和“大盘股票”收益的对比，1951年~1996年，1951年底=10 000美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现比策略的风险也较高，其收益标准差为25.71%，大大高于“全部股票”19.51%的水平。事实上，由于风险较高，低价现比策略的夏普指数反而低于“全部股票”的整体水平，说明该策略的风险有一部分未得到补偿。表7-1至表7-5概括了“全部股票”样本组的情况。

表7-1 年度收益对比

年度（截止以下日期的一年）	“全部股票”	“全部股票”中现金流对价格比最高的50只股票	相对收益：现金流对价格比最高的50只股票
1952年12月31日	7.90%	8.80%	0.90%
1953年12月31日	2.90%	-3.50%	-6.40%
1954年12月31日	47.00%	72.40%	25.40%
1955年12月31日	20.70%	26.70%	6.00%
1956年12月31日	17.00%	7.88%	-9.12%
1957年12月31日	-7.10%	-17.50%	-10.40%
1958年12月31日	55.00%	70.40%	15.40%
1959年12月31日	23.00%	13.40%	-9.60%
1960年12月31日	6.10%	-8.60%	-14.70%
1961年12月31日	31.20%	32.20%	-1.00%
1962年12月31日	-12.00%	0.90%	12.90%
1963年12月31日	18.00%	31.30%	13.30%
1964年12月31日	16.30%	26.00%	9.70%
1965年12月31日	22.60%	40.60%	18.00%
1966年12月31日	-5.20%	-8.80%	-3.60%
1967年12月31日	41.10%	60.70%	19.60%
1968年12月31日	27.40%	36.50%	9.10%
1969年12月31日	-18.50%	-26.10%	-7.60%
1970年12月31日	-5.80%	-2.10%	3.70%
1971年12月31日	21.30%	28.30%	7.00%
1972年12月31日	11.00%	9.10%	-1.90%
1973年12月31日	-27.20%	-27.70%	-0.50%
1974年12月31日	-27.90%	-20.40%	7.50%
1975年12月31日	55.90%	77.70%	21.80%
1976年12月31日	35.60%	41.00%	5.40%
1977年12月31日	6.90%	15.10%	8.20%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	"全部股票"	"全部股票"中现金流对价格比最高的 50 只股票	相对收益：现金流对价格比最高的 50 只股票
1978 年 12 月 31 日	12.20%	18.70%	6.50%
1979 年 12 月 31 日	34.30%	32.20%	-2.10%
1980 年 12 月 31 日	31.50%	18.90%	-12.60%
1981 年 12 月 31 日	1.70%	-6.40%	-8.10%
1982 年 12 月 31 日	22.50%	26.60%	4.10%
1983 年 12 月 31 日	28.10%	28.70%	0.60%
1984 年 12 月 31 日	-3.40%	-14.70%	-11.30%
1985 年 12 月 31 日	30.80%	29.40%	-1.40%
1986 年 12 月 31 日	13.10%	-2.60%	-15.70%
1987 年 12 月 31 日	-1.30%	-0.60%	0.70%
1988 年 12 月 31 日	21.20%	42.30%	21.10%
1989 年 12 月 31 日	21.40%	18.10%	-3.30%
1990 年 12 月 31 日	-13.80%	-31.60%	-17.80%
1991 年 12 月 31 日	39.80%	36.30%	-3.50%
1992 年 12 月 31 日	13.80%	31.20%	17.40%
1993 年 12 月 31 日	16.60%	26.00%	9.40%
1994 年 12 月 31 日	-3.40%	-0.50%	2.90%
1995 年 12 月 31 日	27.00%	27.40%	0.40%
1996 年 12 月 31 日	18.30%	19.40%	1.10%
算术平均数	14.97%	17.40%	2.43%
标准差	19.51%	25.71%	6.20%

表 7-2 年度收益对比

年度（截止以下日期的一年）	"大盘股票"	"大盘股票"中现金流对价格比最高的 50 只股票	相对收益：现金流对价格比最高的 50 只股票
1952 年 12 月 31 日	9.30%	14.10%	4.80%
1953 年 12 月 31 日	2.30%	-0.09%	-2.39%
1954 年 12 月 31 日	44.90%	64.60%	19.70%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	“大盘股票”	“大盘股票”中现金流对价格比最高的 50 只股票	相对收益：现金流对价格比最高的 50 只股票
1955 年 12 月 31 日	21.20%	27.20%	6.00%
1956 年 12 月 31 日	9.60%	16.50%	6.90%
1957 年 12 月 31 日	−6.90%	−16.30%	−9.40%
1958 年 12 月 31 日	42.10%	46.20%	4.10%
1959 年 12 月 31 日	9.90%	5.20%	−4.70%
1960 年 12 月 31 日	4.80%	−2.10%	−6.90%
1961 年 12 月 31 日	27.50%	22.20%	−5.30%
1962 年 12 月 31 日	−8.90%	0.01%	8.91%
1963 年 12 月 31 日	19.50%	22.50%	3.00%
1964 年 12 月 31 日	15.30%	22.90%	7.60%
1965 年 12 月 31 日	16.20%	27.70%	11.50%
1966 年 12 月 31 日	−4.90%	−7.30%	−2.40%
1967 年 12 月 31 日	21.30%	25.70%	4.40%
1968 年 12 月 31 日	16.80%	29.90%	13.10%
1969 年 12 月 31 日	−9.90%	−23.00%	−13.10%
1970 年 12 月 31 日	−0.20%	−0.30%	−0.10%
1971 年 12 月 31 日	17.30%	18.20%	0.90%
1972 年 12 月 31 日	14.90%	20.80%	5.90%
1973 年 12 月 31 日	−18.90%	−5.60%	13.30%
1974 年 12 月 31 日	−26.70%	−12.40%	14.30%
1975 年 12 月 31 日	43.10%	75.70%	32.60%
1976 年 12 月 31 日	28.00%	44.30%	16.30%
1977 年 12 月 31 日	−2.50%	5.00%	7.50%
1978 年 12 月 31 日	8.10%	10.90%	2.80%
1979 年 12 月 31 日	27.30%	20.50%	−6.80%
1980 年 12 月 31 日	30.80%	20.80%	−10.00%
1981 年 12 月 31 日	0.60%	2.60%	2.00%
1982 年 12 月 31 日	19.90%	19.40%	−0.50%
1983 年 12 月 31 日	23.80%	45.80%	22.00%
1984 年 12 月 31 日	−0.40%	−6.20%	−5.80%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	“大盘股票”	“大盘股票”中现金流价格比最高的 50 只股票	相对收益：现金流对价格比最高的 50 只股票
1985 年 12 月 31 日	19.50%	30.00%	10.50%
1986 年 12 月 31 日	32.20%	10.00%	-22.20%
1987 年 12 月 31 日	3.30%	6.70%	3.40%
1988 年 12 月 31 日	19.00%	29.70%	10.70%
1989 年 12 月 31 日	26.00%	23.20%	-2.80%
1990 年 12 月 31 日	-8.70%	-21.00%	-12.30%
1991 年 12 月 31 日	33.00%	43.80%	10.80%
1992 年 12 月 31 日	8.70%	12.20%	3.50%
1993 年 12 月 31 日	16.30%	33.40%	17.10%
1994 年 12 月 31 日	-1.90%	7.30%	9.20%
1995 年 12 月 31 日	28.50%	30.90%	2.40%
1996 年 12 月 31 日	18.70%	21.90%	3.20%
算术平均数	13.11%	16.97%	3.86%
标准差	16.01%	20.56%	4.55%

表 7-3　　收益率情况概述*

	“全部股票”	“全部股票”中现金流对价格比最高（价现比最低）的 50 只股票
算术平均数	14.97%	17.40%
收益标准差	19.51%	25.71%
夏普风险调整指数	49.00	47.00
3 年期复合收益率	13.22%	14.82%
5 年期复合收益率	14.00%	20.13%
10 年期复合收益率	12.92%	14.57%
15 年期复合收益率	14.44%	13.66%
20 年期复合收益率	14.97%	13.99%
25 年期复合收益率	12.74%	13.07%
30 年期复合收益率	12.43%	13.44%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	“全部股票”	“全部股票”中现金流对价格比最高（价现比最低）的 50 只股票
35 年期复合收益率	11.64%	13.86%
40 年期复合收益率	12.62%	13.88%
年度复合收益率	13.23%	14.53%
10 000 美元增值为	$ 2 677 556.77	$ 4 483 125.62
最高年度收益	55.90%	77.70%
最低年度收益	-27.90%	-31.60%
最高年度预期收益**	53.98%	68.82%
最低年度预期收益***	-24.04%	-34.02%

* 1951 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。

** 最高年度预期收益为平均收益率加 2 个收益标准差。

*** 最低年度预期收益为平均收益率减 2 个收益标准差。

表 7-4 收益率情况概述*

	“大盘股票”	“大盘股票”中现金流对价格比最高（价现比最低）的 50 只股票
算术平均数	13.11%	16.97%
收益标准差	16.01%	20.56%
夏普风险调整指数	48.00	56.00
3 年期复合收益率	14.38%	19.63%
5 年期复合收益率	13.60%	20.71%
10 年期复合收益率	13.53%	17.38%
15 年期复合收益率	15.16%	17.74%
20 年期复合收益率	14.37%	16.20%
25 年期复合收益率	12.34%	17.04%
30 年期复合收益率	11.67%	15.51%
35 年期复合收益率	10.96%	15.04%
40 年期复合收益率	11.36%	14.27%
年度复合收益率	11.92%	15.18%
10 000 美元增值为	$ 1 590 667.04	$ 5 773 333.43

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	“大盘股票”	“大盘股票”中现金流对价格比最高（价现比最低）的 50 只股票
最高年度收益	44.90%	75.70%
最低年度收益	-26.70%	-23.00%
最高年度预期收益**	45.12%	58.09%
最低年度预期收益***	-18.91%	-24.15%

* 1951 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。

** 最高年度预期收益为平均收益率加 2 个收益标准差。

*** 最低年度预期收益为平均收益率减 2 个收益标准差。

表 7-5　价现比最低的50只股票的基本比例*

项　目	50 只低价现比股票超过“全部股票”的时期数	比　例
年度收益率	45 期中的 27 期	60.00%
五年滚动期复合收益率	41 期中的 23 期	56.00%
十年滚动期复合收益率	36 期中的 23 期	64.00%

* 时间：1951 年～1996 年。

“大盘股票”的波动性较低

与其他价值指标的情形类似，“大盘股票”样本组中价现比最低的 50 只股票的表现，不论从绝对收益还是风险调整收益来看都大大优于“全部股票”的低价现比组合。1951 年底投资的10 000美元至 1996 年底增值为5 773 333美元，年度复合收益率 15.18%，这比等额资金投资于“大盘股票”整体所能获得的增值（1 590 667美元）高出 2 倍以上。低价现比策略的收益标准差为 20.56%，高于“大盘股票”整体 16.01%的水平，但大大低于“全部股票”的低价现比组合。“大盘股票”低价现比组合的夏普指数为 56。从表 7-2 中，我们可以看出，在过去 45 年中，有 5 年时间“大盘股票”低价现比组合的收益超过样本组整体水平至少 15%以上，而该组合的收益低于整体水平 15%以上的时间却只有 1 年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

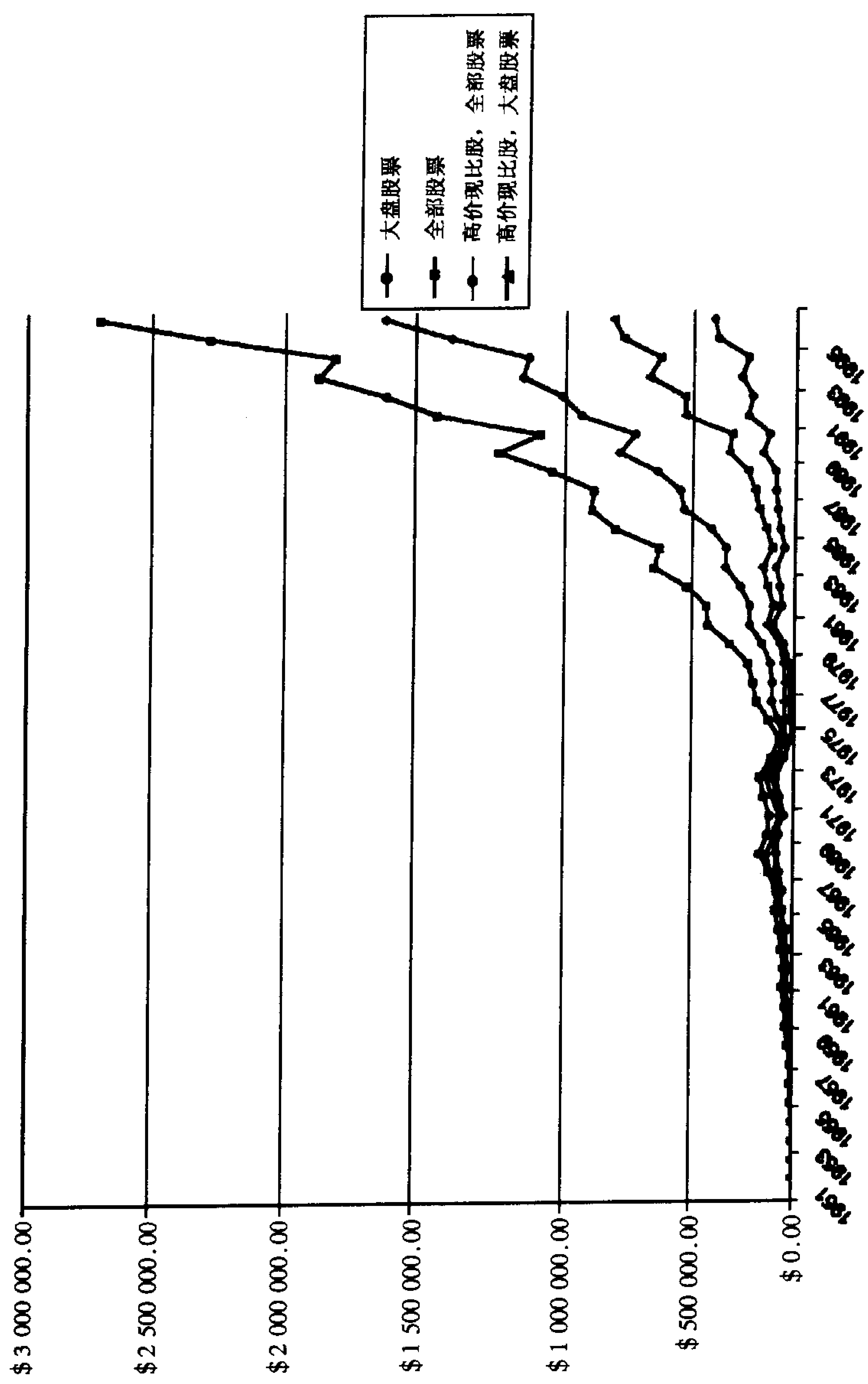


图 7-2 高价现比股票的收益与“全部股票”和“大盘股票”的收益对比，1951年~1996年，1951年底=10 000美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 7－6 概括了“大盘股票”样本组的基本比率。从各时间长度来看这一样本总体低价现比组合的基本比率都很高。在所有的十年滚动期中，“大盘股票”价现比最低的 50 只股票超过总体收益水平的时间达到 92%。

表 7－6　“大盘股票”及“大盘股票”中现金流对价格比最高（价现比最低）的 50 只股票的基本比例*

项　目	50 只低价现比股票超过“大盘股票”的时期数	比　例
年度收益率	45 期中的 30 期	67.00%
五年滚动期复合收益率	41 期中的 28 期	68.00%
十年滚动期复合收益率	36 期中的 33 期	92.00%

*　时间：1951 年～1996 年。

高价现比股票是危险的

与其他价值指标一样，高价现比股票通常不是理想的投资对象。图 7－2 以及表 7－7 至表 7－10 概括了相应的数据。“全部股票”中价现比最高的 50 只股票有 8 年的时间收益低于样本总体水平超过 15% 以上，而其收益超过总体水平 15% 以上的时间则只有 4 年。在有些年份中，高价现比组合的收益之糟糕是令人吃惊的。例如，1972 年 12 月 31 日投资于“全部股票”整体的10 000美元至 1977 年底将价值13 167美元，而等额资金若投资于该样本组中价现比最高的 50 只股票，至 1977 年底将仅价值 5 249 美元，损失接近 50%。

表 7－7　年度收益对比

年度（截止以下日期的一年）	“全部股票”	“全部股票”中价现比最高的 50 只股票	相对收益：价现比最高的 50 只股票
1952 年 12 月 31 日	7.90%	1.80%	－6.10%
1953 年 12 月 31 日	2.90%	4.70%	1.80%
1954 年 12 月 31 日	47.00%	39.80%	－7.20%
1955 年 12 月 31 日	20.70%	26.30%	5.60%
1956 年 12 月 31 日	17.00%	5.00%	－12.00%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	“全部股票”	“全部股票”中价现比最高的 50 只股票	相对收益：价现比最高的 50 只股票
1957 年 12 月 31 日	-7.10%	-2.10%	5.00%
1958 年 12 月 31 日	55.00%	59.70%	4.70%
1959 年 12 月 31 日	23.00%	32.80%	9.80%
1960 年 12 月 31 日	6.10%	11.60%	5.50%
1961 年 12 月 31 日	31.20%	14.50%	-16.70%
1962 年 12 月 31 日	-12.00%	-25.80%	-13.80%
1963 年 12 月 31 日	18.00%	21.09%	3.09%
1964 年 12 月 31 日	16.30%	5.10%	-11.20%
1965 年 12 月 31 日	22.60%	28.20%	5.60%
1966 年 12 月 31 日	-5.20%	-1.30%	3.90%
1967 年 12 月 31 日	41.10%	67.20%	26.10%
1968 年 12 月 31 日	27.40%	14.30%	-13.10%
1969 年 12 月 31 日	-18.50%	-25.90%	-7.40%
1970 年 12 月 31 日	-5.80%	-37.90%	-32.10%
1971 年 12 月 31 日	23.20%	34.90%	13.60%
1972 年 12 月 31 日	11.00%	17.10%	6.10%
1973 年 12 月 31 日	-27.20%	-32.50%	-5.30%
1974 年 12 月 31 日	-27.90%	-41.80%	-13.90%
1975 年 12 月 31 日	55.90%	7.73%	-48.17%
1976 年 12 月 31 日	35.60%	7.10%	-28.50%
1977 年 12 月 31 日	6.90%	-1.10%	-8.00%
1978 年 12 月 31 日	12.20%	13.00%	0.80%
1979 年 12 月 31 日	34.30%	48.00%	13.70%
1980 年 12 月 31 日	31.50%	60.30%	28.80%
1981 年 12 月 31 日	1.70%	-30.70%	-32.40%
1982 年 12 月 31 日	22.50%	12.50%	-10.00%
1983 年 12 月 31 日	28.10%	16.10%	-12.00%
1984 年 12 月 31 日	-3.40%	-31.40%	-28.00%
1985 年 12 月 31 日	30.80%	24.00%	-6.80%
1986 年 12 月 31 日	13.10%	13.90%	0.80%
1987 年 12 月 31 日	-1.30%	9.10%	10.40%
1988 年 12 月 31 日	21.20%	3.40%	-17.80%
1989 年 12 月 31 日	21.40%	46.10%	24.70%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	“全部股票”	“全部股票”中价现比最高的 50 只股票	相对收益：价现比最高的 50 只股票
1990 年 12 月 31 日	-13.80%	-15.70%	-1.90%
1991 年 12 月 31 日	39.80%	63.30%	23.50%
1992 年 12 月 31 日	13.80%	-8.10%	-21.90%
1993 年 12 月 31 日	16.60%	21.10%	4.50%
1994 年 12 月 31 日	-3.40%	-10.70%	-7.30%
1995 年 12 月 31 日	27.00%	55.70%	28.70%
1996 年 12 月 31 日	18.30%	4.00%	-14.30%
算术平均数	14.97%	11.65%	-3.80%
标准差	19.51%	27.42%	7.91%

表 7-8 年度收益对比

年度（截止以下日期的一年）	“大盘股票”	“大盘股票”中价现比最高的 50 只股票	相对收益：价现比最高的 50 只股票
1952 年 12 月 31 日	9.30%	4.60%	-4.70%
1953 年 12 月 31 日	2.30%	0.09%	-2.21%
1954 年 12 月 31 日	44.90%	40.40%	-4.50%
1955 年 12 月 31 日	21.20%	23.50%	2.30%
1956 年 12 月 31 日	9.60%	6.70%	-2.90%
1957 年 12 月 31 日	-6.90%	-6.20%	0.70%
1958 年 12 月 31 日	42.10%	39.60%	-2.50%
1959 年 12 月 31 日	9.90%	18.40%	8.50%
1960 年 12 月 31 日	4.80%	4.00%	-0.80%
1961 年 12 月 31 日	27.50%	25.20%	-2.30%
1962 年 12 月 31 日	-8.90%	-16.10%	-7.20%
1963 年 12 月 31 日	19.50%	26.70%	7.20%
1964 年 12 月 31 日	15.30%	8.10%	-7.20%
1965 年 12 月 31 日	16.20%	32.80%	16.60%
1966 年 12 月 31 日	-4.90%	3.10%	8.00%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	“大盘股票”	“大盘股票”中价现比最高的 50 只股票	相对收益：价现比最高的 50 只股票
1967 年 12 月 31 日	21.30%	38.80%	17.50%
1968 年 12 月 31 日	16.80%	0.70%	-16.10%
1969 年 12 月 31 日	-9.90%	11.90%	21.80%
1970 年 12 月 31 日	-0.20%	-21.10%	-20.90%
1971 年 12 月 31 日	17.30%	34.40%	17.10%
1972 年 12 月 31 日	14.90%	23.80%	8.90%
1973 年 12 月 31 日	-18.90%	-31.20%	-12.30%
1974 年 12 月 31 日	-26.70%	-36.80%	-10.10%
1975 年 12 月 31 日	43.10%	9.59%	-33.51%
1976 年 12 月 31 日	28.00%	3.00%	-25.00%
1977 年 12 月 31 日	-2.50%	-7.70%	-5.20%
1978 年 12 月 31 日	8.10%	12.80%	4.70%
1979 年 12 月 31 日	27.30%	23.70%	-3.60%
1980 年 12 月 31 日	30.80%	60.50%	29.70%
1981 年 12 月 31 日	0.60%	-18.50%	-19.10%
1982 年 12 月 31 日	19.90%	22.80%	2.90%
1983 年 12 月 31 日	23.80%	13.50%	-10.30%
1984 年 12 月 31 日	-0.40%	-23.70%	-23.30%
1985 年 12 月 31 日	19.50%	21.60%	2.10%
1986 年 12 月 31 日	32.20%	20.40%	-11.80%
1987 年 12 月 31 日	3.30%	10.20%	6.90%
1988 年 12 月 31 日	19.00%	14.40%	-4.60%
1989 年 12 月 31 日	26.00%	35.60%	9.60%
1990 年 12 月 31 日	-8.70%	-4.30%	4.40%
1991 年 12 月 31 日	33.00%	68.00%	35.00%
1992 年 12 月 31 日	8.70%	0.80%	-7.90%
1993 年 12 月 31 日	16.30%	29.60%	13.30%
1994 年 12 月 31 日	-1.90%	-7.10%	-5.20%
1995 年 12 月 31 日	28.50%	25.60%	-2.90%
1996 年 12 月 31 日	18.70%	5.50%	-13.20%
算术平均数	13.11%	12.17%	-0.94%
标准差	16.01%	21.78%	5.77%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 7-9 收益率情况概述*

	"全部股票"	"全部股票"中价现比最高的 50 只股票
算术平均数	14.97%	11.65%
收益标准差	19.51%	27.42%
夏普风险调整指数	49.00	23.00
3 年期复合收益率	13.22%	13.08%
5 年期复合收益率	14.00%	9.98%
10 年期复合收益率	12.92%	13.83%
15 年期复合收益率	14.44%	10.74%
20 年期复合收益率	14.97%	11.29%
25 年期复合收益率	12.74%	6.21%
30 年期复合收益率	12.43%	5.75%
35 年期复合收益率	11.64%	5.44%
40 年期复合收益率	12.62%	7.33%
年度复合收益率	13.23%	8.12%
10 000 美元增值为	$ 2 677 556.77	$ 334 875.65
最高年度收益	55.90%	67.20%
最低年度收益	-27.90%	-41.80%
最高年度预期收益**	53.98%	66.49%
最低年度预期收益***	-24.04%	-43.18%

* 1951 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。

** 最高年度预期收益为平均收益率加 2 个收益标准差。

*** 最低年度预期收益为平均收益率减 2 个收益标准差。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 7－10 收益率情况概述*

	“大盘股票”	“大盘股票”中价现比最高的 50 只股票
算术平均数	13.11%	12.17%
收益平均数	16.01%	21.78%
夏普风险调整指数	48.00	31.00
3 年期复合收益率	14.38%	7.17%
5 年期复合收益率	13.60%	9.97%
10 年期复合收益率	13.53%	16.02%
15 年期复合收益率	15.16%	13.72%
20 年期复合收益率	14.37%	13.03%
25 年期复合收益率	12.34%	8.12%
30 年期复合收益率	11.67%	8.54%
35 年期复合收益率	10.96%	8.67%
40 年期复合收益率	11.36%	9.46%
年度复合收益率	11.92%	9.97%
10 000 美元增值为	$ 1 590 667.04	$ 718 758.43
最高年度收益	44.90%	68.00%
最低年度收益	－26.70%	－36.80%
最高年度预期收益**	45.12%	55.73%
最低年度预期收益***	－18.91%	－31.39%

* 时间 1951 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。

** 最高年度预期收益为平均收益率加 2 个收益标准差。

*** 最低年度预期收益为平均收益率减 2 个收益标准差。

从长期来看，情况与此类似。若 1951 年 12 月 31 日投资10 000美元于“全部股票”中价现比最高的 50 只股票，至 1996 年底该投资将价值334 876美元，大大低于等额资金投资于“全部股票”整体所能获得的价值。高价现比组合的夏普指数也很低，仅为 23。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“大盘股票”的高价现比策略同样表现不佳

价现比高的“大盘股票”同样表现不佳。1951 年 12 月 31 日投资 10 000美元，至 1996 年底将增值为718 758美元，比等额资金投资于“大盘股票”所能实现价值的一半还低。高价现比大盘股组合的夏普指数仅为 31。

研究一下表 7－10 中的数据，我们就会了解为什么衡量一种投资策略价值高低的惟一途径就是考察其长期表现。如果我们仅看到截止 1996 年 12 月 31 日为止的十年期的数据，我们可能得出十分危险的错误结论。“大盘股票”中价现比最高的 50 只股票在这一期间，实现了**超过**“大盘股票”总体水平 3％的收益，十年复合收益率 16.02％。但当我们看到表 7－11 和表 7－12 中高价现比组合的基本比率数据，我们就会发现，上述的十年期间仅仅是一个例外。在所有的十年滚动期里，“全部股票”中价现比最高的 50 只股票收益超过总体水平的仅有**三期**！表 7－13 和表 7－14 列出了问题所在。“大盘股票”中价现比最高的 50 只股票表现略佳，但其收益低于总体水平的时间仍然高达 61％。

表 7－11　“全部股票”及“全部股票”中价现比最高的 50 只股票的基本比例*

项　　目	50 只高价现比股票超过“全部股票”的时期数	比　　例
年度收益率	45 期中的 21 期	47.00％
五年滚动期复合收益率	41 期中的 11 期	27.00％
十年滚动期复合收益率	36 期中的 3 期	8.00％

* 时间：1951 年～1996 年

表 7－12　“大盘股票”及“大盘股票”中价现比最高的 50 只股票的基本比例*

项　　目	50 只高价现比股票超过“大盘股票”的时期数	比　　例
年度收益率	45 期中的 19 期	42.00％
五年滚动期复合收益率	41 期中的 21 期	51.00％
十年滚动期复合收益率	36 期中的 14 期	39.00％

* 时间：1951 年～1996 年。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 7－13 各十年期复合年度收益率

投资组合	50 年代*	60 年代	70 年代	80 年代	90 年代**
“大盘股票”	15.33%	8.99%	6.99%	16.89%	12.61%
“大盘股票”中价现比最高的 50 只股票	14.85%	12.35%	－1.85%	13.29%	14.53%
“大盘股票”中价现比最低的 50 只股票	17.28%	10.36%	15.40%	17.31%	16.49%
“全部股票”	19.22%	11.09%	8.53%	15.85%	12.78%
“全部股票”中价现比最高的 50 只股票	19.30%	8.02%	－3.03%	8.77%	12.03%
“全部股票”中价现比最低的 50 只股票	18.71%	15.41%	13.57%	12.53%	12.86%

* 1952 年～1959 年间收益率。

** 1990 年～1996 年间收益率。

表 7－14 滚动十年期收益*

滚动十年期（截止以下日期的十年）	“全部股票”	“全部股票”中价现比最高的 50 只股票	相对收益：价现比最高的 50 只股票
1961 年 12 月 31 日	18.97%	18.02%	－0.95%
1962 年 12 月 31 日	16.57%	14.35%	－2.23%
1963 年 12 月 31 日	18.18%	16.02%	－2.16%
1964 年 12 月 31 日	15.44%	12.76%	－2.69%
1965 年 12 月 31 日	15.63%	12.93%	－2.70%
1966 年 12 月 31 日	13.22%	12.23%	－0.99%
1967 年 12 月 31 日	18.05%	18.40%	0.35%
1968 年 12 月 31 日	15.76%	14.51%	－1.25%
1969 年 12 月 31 日	11.09%	8.02%	－3.07%
1970 年 12 月 31 日	9.78%	1.87%	－7.91%
1971 年 12 月 31 日	8.92%	3.55%	－5.37%
1972 年 12 月 31 日	11.48%	8.38%	－3.09%
1973 年 12 月 31 日	6.22%	2.23%	－3.99%
1974 年 12 月 31 日	1.26%	－3.64%	－4.90%
1975 年 12 月 31 日	3.72%	－5.30%	－9.02%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

滚动十年期（截止以下日期的十年）	“全部股票”	“全部股票”中价现比最高的 50 只股票	相对收益：价现比最高的 50 只股票
1976 年 12 月 31 日	7.50%	-4.52%	-12.02%
1977 年 12 月 31 日	4.56%	-9.40%	-13.97%
1978 年 12 月 31 日	3.24%	-9.51%	-12.75%
1979 年 12 月 31 日	8.53%	-3.03%	-11.55%
1980 年 12 月 31 日	12.21%	6.62%	-5.59%
1981 年 12 月 31 日	10.25%	-0.25%	-10.50%
1982 年 12 月 31 日	11.34%	-0.65%	-11.99%
1983 年 12 月 31 日	17.82%	4.89%	-12.93%
1984 年 12 月 31 日	21.31%	6.63%	-14.69%
1985 年 12 月 31 日	19.20%	8.14%	-11.07%
1986 年 12 月 31 日	17.06%	8.80%	-8.25%
1987 年 12 月 31 日	16.13%	9.88%	-6.25%
1988 年 12 月 31 日	17.03%	8.91%	-8.12%
1989 年 12 月 31 日	15.85%	8.77%	-7.09%
1990 年 12 月 31 日	11.06%	2.00%	-9.07%
1991 年 12 月 31 日	14.65%	11.12%	-3.53%
1992 年 12 月 31 日	13.81%	8.90%	-4.91%
1993 年 12 月 31 日	12.74%	9.36%	-3.39%
1994 年 12 月 31 日	12.74%	12.28%	-0.46%
1995 年 12 月 31 日	12.41%	14.87%	2.45%
1996 年 12 月 31 日	12.92%	13.83%	0.91%
算术平均数	12.69%	6.72%	-5.96%

* 时间：1961 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。

平均分组分析

对“全部股票”按价现比进行分组分析的结果，与其他价值指标的情况相似：低价现比分组的收益大大高于高价现比分组的收益。从价现比最低的一组到价现比最高的一组，风险越来越大，而收益则越来越低。1951 年投资10 000美元于价现比最低的一组中，至 1996 年底将增值为7142991美元，而等额资金若投资于价现比最高的一组中，其期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

末价值将仅为480 155美元。此外，价现比最高组的风险**高于**价现比最低组的风险。

“大盘股票”中价现比最低一组的收益更高，它可使1951年底投资的10 000美元至1996年底增值为8 546 977美元，几乎比等额资金投资于“大盘股票”所能实现的价值高出800万美元。表7－15、表7－16以及图7－5和图7－6概括了我们的研究结果。

对投资者的启示

如图7－3和图7－4所示，长期数据说明价现比低的股票具有较大的优势。不论是50只股票组合分析，还是分组分析都证明了这一点。除非另有充分的理由（例如，高价现比股票符合某一成功模型的选股标准，证明其成长性足以吸收价现比高所带来的部分风险），否则投资者不应投资价现比最高的股票。

表7－15　按价现比平均分组后收益情况概览*

分组序号	10 000美元的投资增值为	平均收益率	复合收益率	标准差
1（价现比最低）	$7 142 991	18.08%	15.72%	23.51%
2	$7 857 275	17.79%	15.97%	20.77%
3	$3 925 764	15.91%	14.19%	19.66%
4	$1 521 773	13.06%	11.81%	16.64%
5	$1 817 115	13.74%	12.26%	17.87%
6	$2 306 919	14.44%	12.85%	18.33%
7	$1 139 450	12.33%	11.10%	16.17%
8	$624 573	11.66%	9.62%	20.45%
9	$929 454	12.60%	10.60%	20.36%
10（价现比最高）	$480 155	12.08%	8.98%	25.95%
“全部股票”	$2 677 557	14.97%	13.23%	19.51%

* 资料来源：“全部股票”样本组；时间：1951年～1996年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

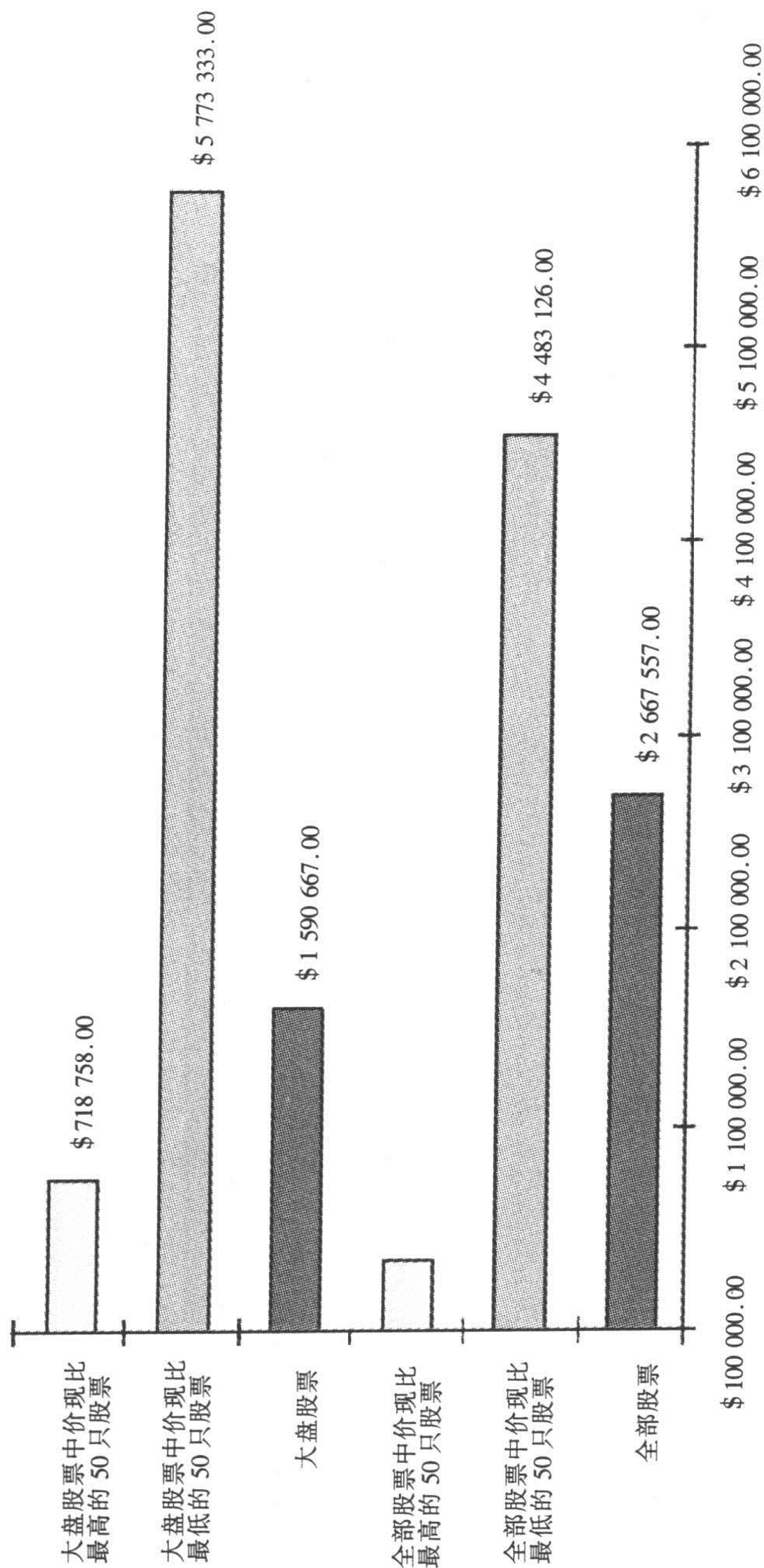


图 7－3 1951 年 12 月 31 日投资 10 000 美元于 1996 年 12 月 31 日的价值（每年按价现比调整各组成分股）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

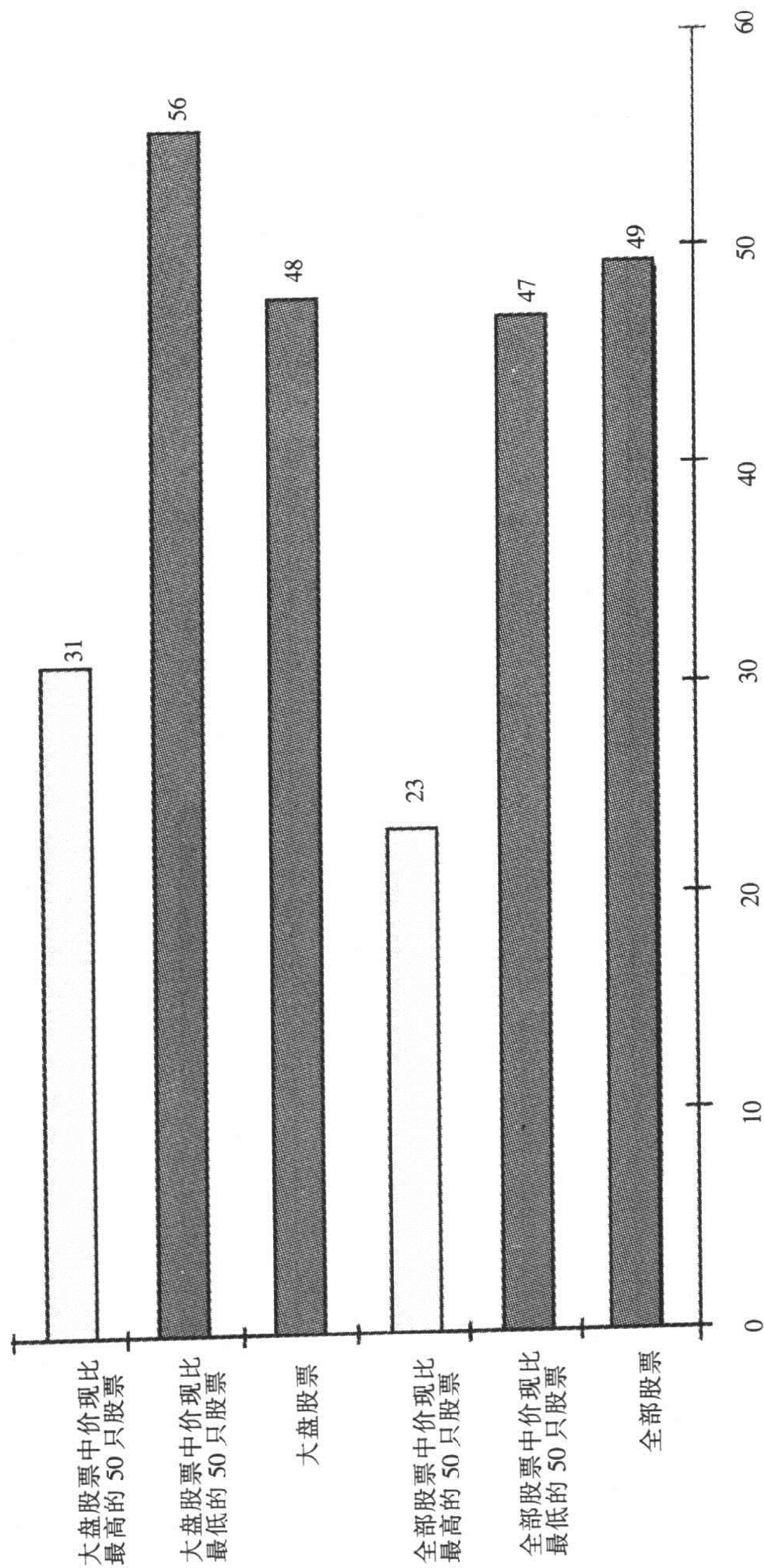


图7－4 夏普风险调整收益指数，1951年～1996年（指数越高越好）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

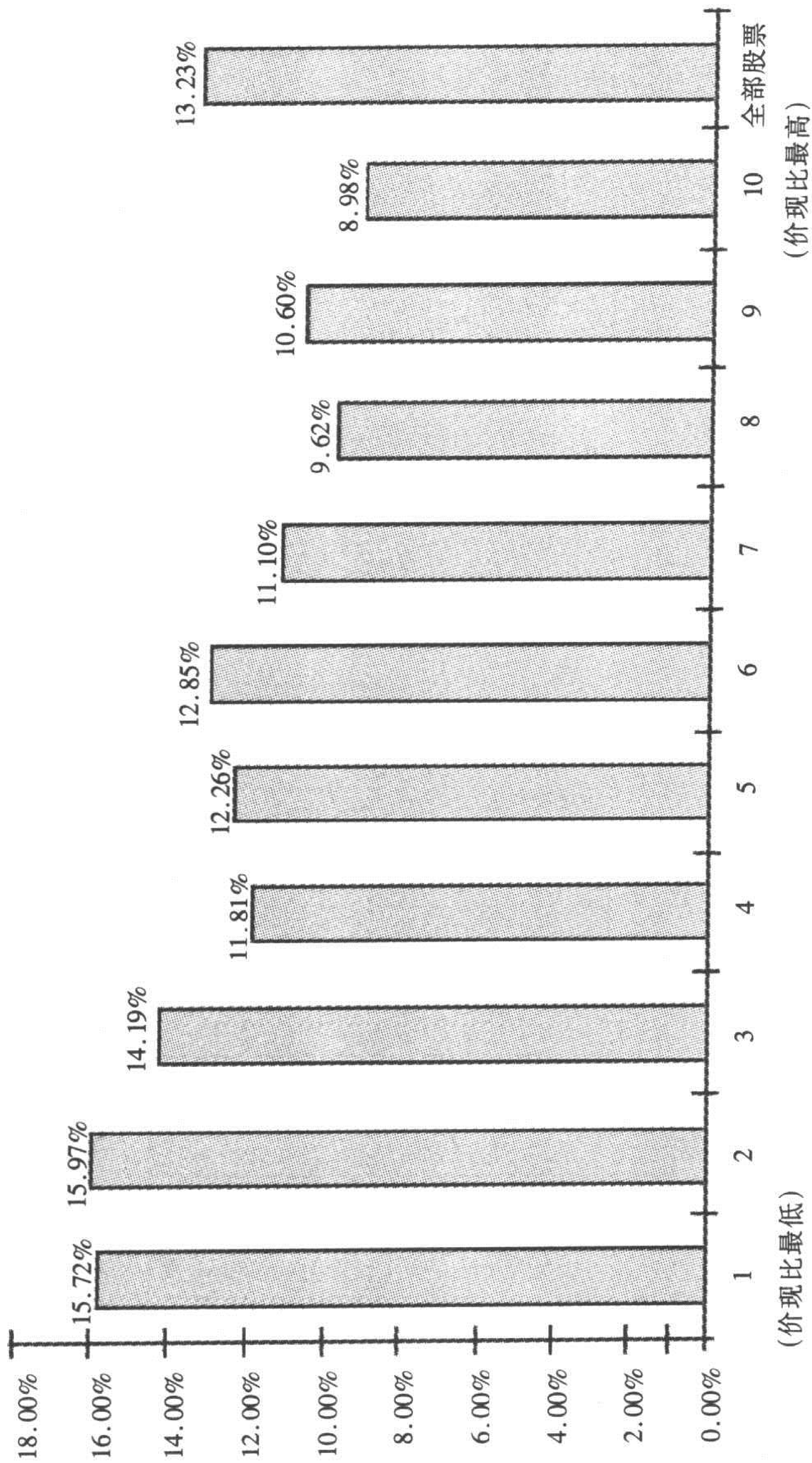


图 7－5 按价现比平均分组后各组以及“全部股票”样本组的复合收益率，1951 年～1996年



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

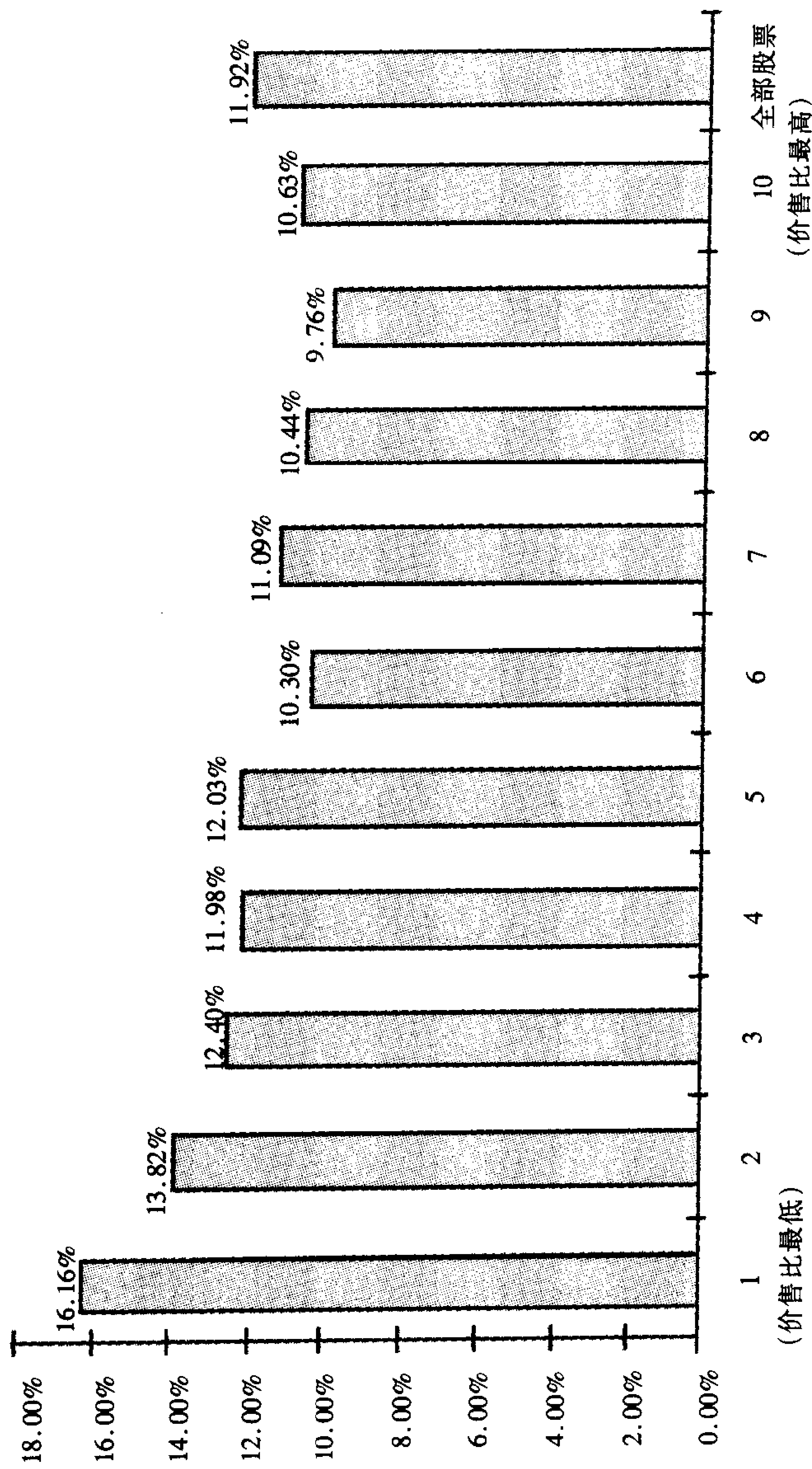


图7-6 按价现比平均分组后各组以及“大盘股票”样本组的复合收益率，1951年~1996年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 7－16　　按价现比平均分组后收益情况概览*

分组序号	10 000 美元的投资增值为	平均收益率	复合收益率	标准差
1（价现比最低）	$ 8 546 977	18.00%	16.16%	21.03%
2	$ 3 388 215	15.25%	13.82%	17.99%
3	$ 1 924 875	13.59%	12.40%	16.22%
4	$ 1 628 285	13.24%	11.98%	16.75%
5	$ 1 662 363	13.09%	12.03%	15.25%
6	$ 822 499	11.50%	10.30%	16.00%
7	$ 1 137 045	12.32%	11.09%	16.19%
8	$ 873 890	11.87%	10.44%	17.31%
9	$ 659 556	11.27%	9.76%	17.72%
10（价现比最高）	$ 941 401	12.90%	10.63%	21.87%
“大盘股票”	$ 1 590 667	13.11%	11.92%	16.01%

*　资料来源：“大盘股票”样本组；时间：1951 年～1996 年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Price-to-Sales Ratios: The King of the Value Factors

8

价格对销售额比率：价值指标之王

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对我而言，最明确清楚的就是最美的。

——戈特哈德·莱辛

股票的价格对销售额比率（price－to－sales ratio，PSR）是我们最后要考察的单一价值指标，同时也是最好的一个。价格对销售额比率（后文简称价售比）类似于市盈率，但它将股票的价格与相应公司的销售额、而不是盈利相比较。和偏好低市盈率的投资者一样，偏好低价售比的投资者认为这样的股票是良好的投资对象。在肯·费希尔（Ken Fisher）于1984年撰写的著作《超级股票》中，他提出股票的价售比"几乎是衡量股票受欢迎程度的一个完美指标"，并且警告说，只有空想和欺骗才能使价售比已经很高的股票的价格进一步上升。

与其他检验一样，我们将考察"全部股票"和"大盘股票"中价售比最高以及最低的50股票。我们还将把"全部股票"和"大盘股票"按价售比进行平均分组，并研究各组的收益情况。所有的会计数据都将安排时滞以避免前视偏差，并且我们将对所构造的组合按价售比进行年度调整。

首先，我们从1951年12月31日开始，买入"全部股票"中价售比最低的50只股票。同样，由于COMPUSTAT数据库的数据问题，我们必须使用销售额对价格比率，价售比的倒数，并选择该比率***最高***的50只股票。但是在本章中我们仍将始终以"价售比最高或最低的股票"来指称它们。

检验结果

如果1951年12月31日投资10 000美元于"全部股票"中价售比最低的50只股票，至1996年12月31日该投资将增值为8 252 734美元，年度复合收益率16.09%，高于等额资金投资于"全部股票"所能获得的2 677 557美元，并且高于我们迄今为止考察的所有其他价值指标的相应水平。低价售比策略的表现在长期中也很优秀。如表8－1所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

示，除 1989 年至 1991 年这一期间之外，低价售比组合的收益在所有其他年度中均高于“全部股票”的总体水平。低价售比组合的表现以风险调整收益来衡量也很好，其夏普指数高达 53。表 8－2 至表 8－4 概括了“全部股票”样本组低价售比组合的收益情况，而表 8－5 则将该组合的基本比率与“全部股票”整体进行对比。

表 8－1 年度收益对比

年度（截止以下日期的一年）	“全部股票”	“全部股票”中销售额对价格比最高的 50 只股票	相对收益：销售额对价格比最高的 50 只股票
1952 年 12 月 31 日	7.90%	13.40%	5.50%
1953 年 12 月 31 日	2.90%	5.90%	3.00%
1954 年 12 月 31 日	47.00%	59.40%	12.40%
1955 年 12 月 31 日	20.70%	19.80%	－0.90%
1956 年 12 月 31 日	17.00%	4.60%	－12.40%
1957 年 12 月 31 日	－7.10%	－1.90%	5.20%
1958 年 12 月 31 日	55.00%	73.90%	18.90%
1959 年 12 月 31 日	23.00%	11.20%	－11.80%
1960 年 12 月 31 日	6.10%	4.00%	－2.10%
1961 年 12 月 31 日	31.20%	31.70%	0.50%
1962 年 12 月 31 日	－12.00%	－12.10%	－0.10%
1963 年 12 月 31 日	18.00%	14.40%	－3.60%
1964 年 12 月 31 日	16.30%	27.40%	11.10%
1965 年 12 月 31 日	22.60%	34.70%	12.10%
1966 年 12 月 31 日	－5.20%	－17.60%	－12.40%
1967 年 12 月 31 日	41.10%	48.30%	7.20%
1968 年 12 月 31 日	27.40%	39.90%	12.50%
1969 年 12 月 31 日	－18.50%	－28.80%	－10.30%
1970 年 12 月 31 日	－5.80%	－4.50%	1.30%
1971 年 12 月 31 日	21.30%	29.50%	8.20%
1972 年 12 月 31 日	11.00%	－1.80%	－12.80%
1973 年 12 月 31 日	－27.20%	－22.30%	4.90%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	“全部股票”	“全部股票”中销售额对价格比最高的 50 只股票	相对收益：销售额对价格比最高的 50 只股票
1974 年 12 月 31 日	−27.90%	−12.60%	15.30%
1975 年 12 月 31 日	55.90%	76.90%	21.00%
1976 年 12 月 31 日	35.60%	48.40%	12.80%
1977 年 12 月 31 日	6.90%	3.50%	−3.40%
1978 年 12 月 31 日	12.20%	16.90%	4.70%
1979 年 12 月 31 日	34.30%	51.80%	17.50%
1980 年 12 月 31 日	31.50%	13.70%	−17.80%
1981 年 12 月 31 日	1.70%	3.10%	1.40%
1982 年 12 月 31 日	22.50%	63.30%	40.80%
1983 年 12 月 31 日	28.10%	37.70%	9.60%
1984 年 12 月 31 日	−3.40%	−2.60%	0.80%
1985 年 12 月 31 日	30.80%	46.70%	15.90%
1986 年 12 月 31 日	13.10%	9.30%	−3.80%
1987 年 12 月 31 日	−1.30%	2.20%	3.50%
1988 年 12 月 31 日	21.20%	42.90%	21.70%
1989 年 12 月 31 日	21.40%	6.70%	−14.70%
1990 年 12 月 31 日	−13.80%	−27.50%	−13.70%
1991 年 12 月 31 日	39.80%	37.10%	−2.70%
1992 年 12 月 31 日	13.80%	32.60%	18.80%
1993 年 12 月 31 日	16.60%	24.80%	8.20%
1994 年 12 月 31 日	−3.40%	8.00%	11.40%
1995 年 12 月 31 日	27.00%	29.40%	2.40%
1996 年 12 月 31 日	18.30%	7.50%	−10.80%
算术平均数	14.97%	18.86%	3.90%
标准差	19.51%	25.60%	6.10%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8-2 年度收益对比

年度（截止以下日期的一年）	“大盘股票”	“大盘股票”中销售额对价格比最高的 50 只股票	相对收益：销售额对价格比最高的 50 只股票
1952 年 12 月 31 日	9.30%	14.30%	5.00%
1953 年 12 月 31 日	2.30%	2.00%	-0.30%
1954 年 12 月 31 日	44.90%	51.90%	7.00%
1955 年 12 月 31 日	21.20%	21.90%	0.70%
1956 年 12 月 31 日	9.60%	10.00%	0.40%
1957 年 12 月 31 日	-6.90%	-12.40%	-5.50%
1958 年 12 月 31 日	42.10%	47.80%	5.70%
1959 年 12 月 31 日	9.90%	9.50%	-0.40%
1960 年 12 月 31 日	4.80%	-1.80%	-6.60%
1961 年 12 月 31 日	27.50%	29.30%	1.80%
1962 年 12 月 31 日	-8.90%	-7.40%	1.50%
1963 年 12 月 31 日	19.50%	21.00%	1.50%
1964 年 12 月 31 日	15.30%	22.00%	6.70%
1965 年 12 月 31 日	16.20%	27.00%	10.80%
1966 年 12 月 31 日	-4.90%	-10.30%	-5.40%
1967 年 12 月 31 日	21.30%	33.00%	11.70%
1968 年 12 月 31 日	16.80%	23.30%	6.50%
1969 年 12 月 31 日	-9.90%	-23.70%	-13.80%
1970 年 12 月 31 日	-0.20%	-3.00%	-2.80%
1971 年 12 月 31 日	17.30%	20.60%	3.30%
1972 年 12 月 31 日	14.90%	11.40%	-3.50%
1973 年 12 月 31 日	-18.90%	-25.40%	-6.50%
1974 年 12 月 31 日	-26.70%	-14.20%	12.50%
1975 年 12 月 31 日	43.10%	64.50%	21.40%
1976 年 12 月 31 日	28.00%	47.30%	19.30%
1977 年 12 月 31 日	-2.50%	0.80%	3.30%
1978 年 12 月 31 日	8.10%	13.60%	5.50%
1979 年 12 月 31 日	27.30%	21.60%	-5.70%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	"大盘股票"	"大盘股票"中销售额对价格比最高的50只股票	相对收益：销售额对价格比最高的50只股票
1980年12月31日	30.80%	15.10%	-15.70%
1981年12月31日	0.60%	9.40%	8.80%
1982年12月31日	19.90%	34.30%	14.40%
1983年12月31日	23.80%	36.40%	12.60%
1984年12月31日	-0.40%	3.20%	3.60%
1985年12月31日	19.50%	40.90%	21.40%
1986年12月31日	32.20%	11.10%	-21.10%
1987年12月31日	3.30%	3.70%	0.40%
1988年12月31日	19.00%	39.10%	20.10%
1989年12月31日	26.00%	16.10%	-9.90%
1990年12月31日	-8.70%	-22.60%	-13.90%
1991年12月31日	33.00%	41.80%	8.80%
1992年12月31日	8.70%	22.30%	13.60%
1993年12月31日	16.30%	29.60%	13.30%
1994年12月31日	-1.90%	0.02%	1.92%
1995年12月31日	28.50%	21.80%	-6.70%
1996年12月31日	18.70%	24.30%	5.60%
算术平均数	13.11%	16.02%	2.92%
标准差	16.01%	20.50%	4.49%

表8-3 收益率情况概述*

	"全部股票"	"全部股票"中销售额对价格比最高（价售比最低）的50只股票
算术平均数	14.97%	18.86%
收益标准差	19.51%	25.60%
夏普风险调整指数	49.00	53.00

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	“全部股票”	“全部股票”中销售额对价格比最高（价售比最低）的 50 只股票
3 年期复合收益率	13.22%	14.53%
5 年期复合收益率	14.00%	19.98%
10 年期复合收益率	12.92%	14.43%
15 年期复合收益率	14.44%	18.96%
20 年期复合收益率	14.97%	18.36%
25 年期复合收益率	12.74%	17.03%
30 年期复合收益率	12.43%	16.31%
35 年期复合收益率	11.64%	14.98%
40 年期复合收益率	12.62%	15.72%
年度复合收益率	13.23%	16.09%
10 000 美元增值为	$2 677 556.77	$8 252 734.31
最高年度收益	55.90%	76.90%
最低年度收益	-27.90%	-28.80%
最高年度预期收益**	53.98%	70.07%
最低年度预期收益***	-24.04%	-32.34%

* 1951 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。

** 最高年度预期收益为平均收益率加 2 个收益标准差。

*** 最低年度预期收益为平均收益率减 2 个收益标准差。

表 8-4 收益率情况概述*

	“大盘股票”	“大盘股票”中销售额对价格比最高（价售比最低）的 50 只股票
算术平均数	13.11%	16.02%
收益标准差	16.01%	20.50%
夏普风险调整指数	48.00	52.00

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	“大盘股票”	“大盘股票”中销售额对价格比最高（价售比最低）的 50 只股票
3 年期复合收益率	14.38%	14.84%
5 年期复合收益率	13.60%	19.14%
10 年期复合收益率	13.53%	16.00%
15 年期复合收益率	15.16%	18.68%
20 年期复合收益率	14.37%	16.95%
25 年期复合收益率	12.34%	15.85%
30 年期复合收益率	11.67%	14.49%
35 年期复合收益率	10.96%	13.72%
40 年期复合收益率	11.36%	13.57%
年度复合收益率	11.92%	14.15%
10 000 美元增值为	$ 1 590 667.04	$ 3 853 417.66
最高年度收益	44.90%	64.50%
最低年度收益	-26.70%	-25.40%
最高年度预期收益 * *	45.12%	57.02%
最低年度预期收益 * * *	-18.91%	-24.97%

* 1954 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。

* * 最高年度预期收益为平均收益率加 2 个收益标准差。

* * * 最低年度预期收益为平均收益率减 2 个收益标准差。

表 8－5 价售比最低的50只股票的基本比例*

项 目	50 只低价售比股票超过“全部股票”的时期数	比 例
年度收益率	45 期中的 29 期	64.00%
五年滚动期复合收益率	41 期中的 28 期	68.00%
十年滚动期复合收益率	36 期中的 33 期	92.00%

* 时间：1951 年～1996 年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价售比低的大盘股表现良好

“大盘股票”中价售比低的股票同样获得了高于总体样本的收益水平，但高出的幅度不如“全部股票”的低价售比组合。1951 年 12 月 31 日投资10 000美元于“大盘股票”的低价售比组合，至 1996 年底价值3 853 418美元，年度复合收益率 14.15%。这一收益大大优于等额资金投资于“大盘股票”整体所能获得的1 590 667美元，并且夏普指数也确认了该组合的优点，其指数值为 52。

以五年和十年滚动期收益来衡量，“全部股票”和“大盘股票”的低价售比组合均有极大的优越性——其上述两种收益在所有价值指标中是最高的。在所有的十年滚动期中，“全部股票”和“大盘股票”的低价售比组合均有 90%的时间实现了超过其相应总体水平的收益。这样高的比率是少见的。表 8－13 和表 8－14 概括了上述两个组合的十年滚动期收益情况，表 8－15 则提供了按年代的复合收益率数据。

高价售比股票是带刺的

如果对“全部股票”中价售比最高的 50 只股票进行投资，将获得我们的研究迄今为止最糟糕的结果：1951 年 12 月 31 日投资10 000美元于这些股票，至 1996 年底将仅价值91 520美元。甚至投资国库券都能获得更高的回报！上述组合的夏普指数为 12，也是最低的。

记录高价售比策略的惨痛历史是痛苦的。“全部股票”的总体收益在 67%的时间中高于高价售比组合的收益。1980 年 12 月 31 日至 1984 年 12 月 31 日这一期间尤其糟糕。在这一段时间中，投资于“全部股票”的10 000美元升值超过 50%，达到15 416美元；而相同的资金如投资于高价售比的组合中，其价值将下跌 70%，从10 000美元跌至 3079 美元。

从五年滚动期来看，“全部股票”的总体收益在 88%的时间中超过高价售比组合。从十年滚动期来看，这一比率则为 83%。但从 1995 年一年的情况看，高价售比策略却取得了良好的回报：通常在高价售比组合中占有主要地位的股票在这一年升值了大约 46%，而“全部股票”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

整体则仅升值27%。想一想，如果仅仅从短期观察这些具有诱人故事的股票，你买入它们的冲动一定很强烈，但长期数据清楚地说明，这样的举动将带来多么灾难性的后果。事实上，在1996年高价售比组合的表现就回到了通常的状况，在牛市的市场环境中，该组合***损失***了13.6%的价值。

“大盘股票”高价售比组合的表现略佳

对于“大盘股票”而言，情况只不过略微好一点。1951年12月31日投资10 000于“大盘股票”中价售比最高的50只股票，到1996年底将价值637 434美元，复合收益率9.67%；夏普指数为30，大大低于“大盘股票”48的整体水平。高价售比策略的所有基本比率均不理想，在各十年滚动期中，该策略的收益有67%的时间低于“大盘股票”总体。表8－6至表8－12列出了相应数据。

表8－6　　价售比最低的50只股票的基本比例*

项　目	50只低价售比股票超过“大盘股票”的时期数	比　例
年度收益率	45期中的30期	67.00%
五年滚动期复合收益率	41期中的29期	71.00%
十年滚动期复合收益率	36期中的33期	92.00%

* 时间：1951年～1996年。

表8－7　　价售比最高的50只股票年度收益对比

年度（截止以下日期的一年）	“全部股票”	“全部股票”中价售比最高的50只股票	相对收益：价售比最高的50只股票
1952年12月31日	7.90%	5.30%	－2.60%
1953年12月31日	2.90%	1.30%	－1.60%
1954年12月31日	47.00%	33.60%	－13.40%
1955年12月31日	20.70%	14.10%	－6.60%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	"全部股票"	"全部股票"中价售比最高的50只股票	相对收益：价售比最高的50只股票
1956年12月31日	17.00%	10.00%	-7.00%
1957年12月31日	-7.10%	-1.00%	6.10%
1958年12月31日	55.00%	53.80%	-1.20%
1959年12月31日	23.00%	12.00%	-11.00%
1960年12月31日	6.10%	11.50%	5.40%
1961年12月31日	31.20%	23.10%	-8.10%
1962年12月31日	-12.00%	-12.70%	-0.70%
1963年12月31日	18.00%	20.90%	2.90%
1964年12月31日	16.30%	8.80%	-7.50%
1965年12月31日	22.60%	18.80%	-3.80%
1966年12月31日	-5.20%	1.90%	7.10%
1967年12月31日	41.10%	69.10%	28.00%
1968年12月31日	27.40%	26.90%	-0.50%
1969年12月31日	-18.50%	-24.20%	-5.70%
1970年12月31日	-5.80%	-25.30%	-19.50%
1971年12月31日	21.30%	29.10%	7.80%
1972年12月31日	11.00%	24.60%	13.60%
1973年12月31日	-27.20%	-13.30%	13.90%
1974年12月31日	-27.90%	-38.70%	-10.80%
1975年12月31日	55.90%	7.90%	-48.00%
1976年12月31日	35.60%	30.90%	-4.70%
1977年12月31日	6.90%	8.90%	2.00%
1978年12月31日	12.20%	6.40%	-5.80%
1979年12月31日	34.30%	68.50%	34.20%
1980年12月31日	31.50%	43.90%	12.40%
1981年12月31日	1.70%	-47.60%	-49.30%
1982年12月31日	22.50%	-11.30%	-33.80%
1983年12月31日	28.10%	1.90%	-26.20%
1984年12月31日	-3.40%	-35.00%	-31.60%
1985年12月31日	30.80%	22.20%	-8.60%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	“全部股票”	“全部股票”中价售比最高的 50 只股票	相对收益：价售比最高的 50 只股票
1986 年 12 月 31 日	13.10%	16.00%	2.90%
1987 年 12 月 31 日	-1.30%	-7.90%	-6.60%
1988 年 12 月 31 日	21.20%	1.70%	-19.50%
1989 年 12 月 31 日	21.40%	38.60%	17.20%
1990 年 12 月 31 日	-13.80%	-18.00%	-4.20%
1991 年 12 月 31 日	39.80%	47.50%	7.70%
1992 年 12 月 31 日	13.80%	-25.20%	-39.00%
1993 年 12 月 31 日	16.60%	-13.10%	-29.70%
1994 年 12 月 31 日	-3.40%	-32.10%	-28.70%
1995 年 12 月 31 日	27.00%	46.00%	19.00%
1996 年 12 月 31 日	18.30%	-13.60%	-31.90%
算术平均数	14.97%	8.58%	-6.38%
标准差	19.51%	27.13%	7.63%

表 8-8 年度收益对比

年度（截止以下日期的一年）	“大盘股票”	“大盘股票”中价售比最高的 50 只股票	相对收益：价售比最高的 50 只股票
1952 年 12 月 31 日	9.30%	4.80%	-4.50%
1953 年 12 月 31 日	2.30%	1.30%	-1.00%
1954 年 12 月 31 日	44.90%	32.00%	-12.90%
1955 年 12 月 31 日	21.20%	17.20%	-4.00%
1956 年 12 月 31 日	9.60%	8.10%	-1.50%
1957 年 12 月 31 日	-6.90%	-3.50%	3.40%
1958 年 12 月 31 日	42.10%	40.60%	-1.50%
1959 年 12 月 31 日	9.90%	12.00%	2.10%
1960 年 12 月 31 日	4.80%	9.80%	5.00%
1961 年 12 月 31 日	27.50%	23.90%	-3.60%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	"大盘股票"	"大盘股票"中价售比最高的 50 只股票	相对收益：价售比最高的 50 只股票
1962 年 12 月 31 日	-8.90%	-8.30%	0.60%
1963 年 12 月 31 日	19.50%	20.20%	0.70%
1964 年 12 月 31 日	15.30%	14.20%	-1.10%
1965 年 12 月 31 日	16.20%	17.70%	1.50%
1966 年 12 月 31 日	-4.90%	1.90%	6.80%
1967 年 12 月 31 日	21.30%	23.20%	1.90%
1968 年 12 月 31 日	16.80%	7.90%	-8.90%
1969 年 12 月 31 日	-9.90%	11.00%	29.90%
1970 年 12 月 31 日	-0.20%	-17.80%	-17.60%
1971 年 12 月 31 日	17.30%	25.60%	8.30%
1972 年 12 月 31 日	14.90%	24.30%	9.40%
1973 年 12 月 31 日	-18.90%	-20.80%	-1.90%
1974 年 12 月 31 日	-26.70%	-36.80%	-10.10%
1975 年 12 月 31 日	43.10%	14.50%	-28.60%
1976 年 12 月 31 日	28.00%	13.50%	-14.50%
1977 年 12 月 31 日	-2.50%	-2.90%	-0.40%
1978 年 12 月 31 日	8.10%	15.00%	6.90%
1979 年 12 月 31 日	27.30%	47.40%	20.10%
1980 年 12 月 31 日	30.80%	67.52%	36.72%
1981 年 12 月 31 日	0.60%	-20.60%	-21.20%
1982 年 12 月 31 日	19.90%	-3.90%	-23.80%
1983 年 12 月 31 日	23.80%	11.80%	-12.00%
1984 年 12 月 31 日	-0.40%	-23.90%	-23.50%
1985 年 12 月 31 日	19.50%	23.70%	4.20%
1986 年 12 月 31 日	32.20%	19.50%	-12.70%
1987 年 12 月 31 日	3.30%	10.10%	6.80%
1988 年 12 月 31 日	19.00%	3.00%	-16.00%
1989 年 12 月 31 日	26.00%	36.43%	10.43%
1990 年 12 月 31 日	-8.70%	-6.30%	2.40%
1991 年 12 月 31 日	33.00%	53.70%	20.70%
1992 年 12 月 31 日	8.70%	-9.40%	-18.10%
1993 年 12 月 31 日	16.30%	26.70%	10.40%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	“大盘股票”	“大盘股票”中价售比最高的 50 只股票	相对收益：价售比最高的 50 只股票
1994 年 12 月 31 日	-1.90%	-9.90%	-8.00%
1995 年 12 月 31 日	28.50%	35.30%	6.80%
1996 年 12 月 31 日	18.70%	13.20%	-5.50%
算术平均数	13.11%	11.62%	-1.49%
标准差	16.01%	20.59%	4.58%

表 8-9 收益率情况概述*

	“全部股票”	“全部股票”中价售比最高的 50 只股票
算术平均数	14.97%	8.58%
收益标准差	19.51%	27.13%
夏普风险调整指数	49.00	12.00
3 年期复合收益率	13.22%	-5.03%
5 年期复合收益率	14.00%	-11.05%
10 年期复合收益率	12.92%	-1.34%
15 年期复合收益率	14.44%	-2.09%
20 年期复合收益率	14.97%	0.35%
25 年期复合收益率	12.74%	0.01%
30 年期复合收益率	12.43%	1.52%
35 年期复合收益率	11.64%	2.26%
40 年期复合收益率	12.62%	4.17%
年度复合收益率	13.23%	5.04%
10 000 美元增值为	$2 677 566.77	$91 519.66
最高年度收益	55.90%	69.10%
最低年度收益	-27.90%	-47.60%
最高年度预期收益**	53.98%	62.85%
最低年度预期收益***	-24.04%	-45.69%

* 1951 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。

** 最高年度预期收益为平均收益率加 2 个收益标准差。

*** 最低年度预期收益为平均收益率减 2 个收益标准差。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8－10　　收益率情况概述*

	“大盘股票”	“大盘股票”中价售比最高的 50 只股票
算术平均数	13.11%	11.62%
收益标准差	16.01%	20.59%
夏普风险调整指数	48.00	30.00
3 年期复合收益率	14.38%	11.33%
5 年期复合收益率	13.60%	9.64%
10 年期复合收益率	13.53%	13.44%
15 年期复合收益率	15.16%	10.15%
20 年期复合收益率	14.37%	11.82%
25 年期复合收益率	12.34%	8.42%
30 年期复合收益率	11.67%	8.48%
35 年期复合收益率	10.96%	8.50%
40 年期复合收益率	11.36%	9.37%
年度复合收益率	11.92%	9.67%
10 000 美元增值为	$ 1 590 667.04	$ 637 433.71
最高年度收益	44.90%	67.52%
最低年度收益	－26.70%	－36.80%
最高年度预期收益**	45.12%	52.80%
最低年度预期收益***	－18.91%	－29.56%

*　1951 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。

**　最高年度预期收益为平均收益率加 2 个收益标准差。

***　最低年度预期收益为平均收益率减 2 个收益标准差。

表 8－11　　“全部股票”与“全部股票”中价售比最高的 50 只股票的基本比例*

项　目	50 只高价售比股票超过“全部股票”的时期数	比　例
年度收益率	45 期中的 15 期	33.00%
五年滚动期复合收益率	41 期中的 5 期	12.00%
十年滚动期复合收益率	36 期中的 7 期	19.00%

*　时间：1951 年～1996 年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8-12 “大盘股票”及“大盘股票”中价售比最高的 50 只股票的基本比例*

项目	50 只高价售比股票超过“大盘股票”的时期数	比例
年度收益率	45 期中的 21 期	47.00%
五年滚动期复合收益率	41 期中的 18 期	44.00%
十年滚动期复合收益率	36 期中的 12 期	33.00%

* 时间：1951 年～1996 年。

平均分组分析

对平均分组情况进行分析所得到的结果令人非常震惊。请看一看表 8-16 和图 8-1。随着我们从价售比最低的一组向最高的一组移动，收益率呈明显的下降趋势。价售比最低组的复合收益率为 17.63%，而价售比最高组则仅为 5.12%。如果 1951 年 12 月 31 日投资10 000美元于“全部股票”中价售比最低的一组中，并且每年按价售比进行调整，至 1996 年底该笔投资将增值为 1490 万美元，而同样一笔资金若投资于价售比最高的一组中，则期末价值将仅为94 437美元！价售比也是我们所考察的所有价值指标中影响最一致的，随着我们从价售比最低的一组向最高的一组移动，每一组的收益均比上一组低。此外，在收益最低的一组——即价售比最高的一组——风险反而是***最高***的。

“大盘股票”样本组的情况与此类似，但没有那么戏剧性。价售比较低的六个分组具有高于“大盘股票”整体水平的收益，而价售比较高的四个分组，则具有低于整体水平的收益。表 8-17 和图 8-2 显示了有关“大盘股票”的结果。

对投资者的启示

低价售比股票所具有的优越性，相对具有其他任何价值指标的股票而言更明显，并且这种优越性更加一贯和普遍，不论是从 50 只股票所构成的组合来看，还是从分组分析的结果来看。在每一个年代中，“全部股票”和“大盘股票”的低价售比组合均实现了优于相应整体水平的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益，而高价售比组合超过整体收益的惟一一个年代是60年代，而那是一个投资经理过度强调公司业绩的时代，他们愿意支付任何价格购买具有诱人故事的股票。事实上，1967年是高价售比策略的表现第二强的一年，而恰恰是这一年，被约翰·丹尼斯·布朗（John Dennis Brown）在其著作《华尔街101年》中称为“投机者的黄金年。所有在纽约股票交易所上市的股票中，将有45%升值50%甚至更多”。可见，高价售比策略只有在泡沫多、投机性强的年份里表现好，而在所有其他年份中则业绩不佳。令人惊讶的是，即使在投机性强的年份里，低价售比策略的表现仍然很好。图8-3至图8-6说明了我们的发现。

进行分组分析确认了这样一个结论，即在所有的价值指标中，价售比是对未来收益最好和最稳定的预测工具。

表8-13 滚动十年期收益*

滚动十年期（截止以下日期的十年）	“全部股票”	“全部股票”中价售比最低的50只股票	相对收益：价售比最低的50只股票
1961年12月31日	18.97%	20.08%	1.10%
1962年12月31日	16.57%	17.06%	0.49%
1963年12月31日	18.18%	17.97%	-0.21%
1964年12月31日	15.44%	15.35%	-0.09%
1965年12月31日	15.63%	16.71%	1.09%
1966年12月31日	13.22%	13.96%	0.74%
1967年12月31日	18.05%	18.77%	0.72%
1968年12月31日	15.76%	16.21%	0.46%
1969年12月31日	11.09%	11.15%	0.06%
1970年12月31日	9.78%	10.20%	0.43%
1971年12月31日	8.92%	10.02%	1.10%
1972年12月31日	11.48%	11.24%	-0.23%
1973年12月31日	6.22%	7.02%	0.80%
1974年12月31日	1.26%	3.06%	1.80%
1975年12月31日	3.72%	5.91%	2.19%
1976年12月31日	7.50%	12.33%	4.82%
1977年12月31日	4.56%	8.36%	3.80%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

滚动十年期（截止以下日期的十年）	"全部股票"	"全部股票"中价售比最低的 50 只股票	相对收益：价售比最低的 50 只股票
1978 年 12 月 31 日	3.24%	6.43%	3.19%
1979 年 12 月 31 日	8.53%	14.80%	6.27%
1980 年 12 月 31 日	12.21%	16.82%	4.61%
1981 年 12 月 31 日	10.25%	14.19%	3.94%
1982 年 12 月 31 日	11.34%	20.15%	8.80%
1983 年 12 月 31 日	17.82%	27.22%	9.41%
1984 年 12 月 31 日	21.31%	28.61%	7.30%
1985 年 12 月 31 日	19.20%	26.22%	7.02%
1986 年 12 月 31 日	17.06%	22.42%	5.36%
1987 年 12 月 31 日	16.13%	22.27%	6.14%
1988 年 12 月 31 日	17.03%	24.75%	7.72%
1989 年 12 月 31 日	15.85%	20.43%	4.57%
1990 年 12 月 31 日	11.06%	15.13%	4.07%
1991 年 12 月 31 日	14.65%	18.46%	3.80%
1992 年 12 月 31 日	13.81%	16.01%	2.20%
1993 年 12 月 31 日	12.74%	14.88%	2.13%
1994 年 12 月 31 日	12.74%	16.07%	3.33%
1995 年 12 月 31 日	12.41%	14.62%	2.21%
1996 年 12 月 31 日	12.92%	14.43%	1.52%

* 时间：1961 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。

表 8－14 滚动十年期收益*

滚动十年期（截止以下日期的十年）	"全部股票"	"全部股票"中价售比最低的 50 只股票	相对收益：价售比最低的 50 只股票
1961 年 12 月 31 日	15.38%	15.64%	0.26%
1962 年 12 月 31 日	13.30%	13.23%	－0.07%
1963 年 12 月 31 日	15.07%	15.18%	0.11%
1964 年 12 月 31 日	12.47%	12.68%	0.21%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

滚动十年期（截止以下日期的十年）	"全部股票"	"全部股票"中价售比最低的 50 只股票	相对收益：价售比最低的 50 只股票
1965 年 12 月 31 日	12.00%	13.14%	1.14%
1966 年 12 月 31 日	10.42%	10.86%	0.44%
1967 年 12 月 31 日	13.38%	15.58%	2.20%
1968 年 12 月 31 日	11.18%	13.51%	2.33%
1969 年 12 月 31 日	8.99%	9.48%	0.49%
1970 年 12 月 31 日	8.46%	9.35%	0.88%
1971 年 12 月 31 日	7.56%	8.59%	1.03%
1972 年 12 月 31 日	10.09%	10.61%	0.53%
1973 年 12 月 31 日	5.90%	5.39%	-0.51%
1974 年 12 月 31 日	1.21%	1.75%	0.53%
1975 年 12 月 31 日	3.34%	4.41%	1.07%
1976 年 12 月 31 日	6.46%	9.72%	3.26%
1977 年 12 月 31 日	4.16%	6.72%	2.56%
1978 年 12 月 31 日	3.35%	5.85%	2.50%
1979 年 12 月 31 日	6.99%	10.90%	3.91%
1980 年 12 月 31 日	9.92%	12.82%	2.89%
1981 年 12 月 31 日	8.25%	11.72%	3.47%
1982 年 12 月 31 日	8.71%	13.83%	5.12%
1983 年 12 月 31 日	13.41%	20.91%	7.50%
1984 年 12 月 31 日	16.94%	23.16%	6.23%
1985 年 12 月 31 日	14.85%	21.27%	6.42%
1986 年 12 月 31 日	15.22%	17.90%	2.68%
1987 年 12 月 31 日	15.89%	18.23%	2.35%
1988 年 12 月 31 日	17.01%	20.65%	3.65%
1989 年 12 月 31 日	16.89%	20.09%	3.21%
1990 年 12 月 31 日	12.76%	15.42%	2.66%
1991 年 12 月 31 日	15.95%	18.46%	2.50%
1992 年 12 月 31 日	14.82%	17.35%	2.53%
1993 年 12 月 31 日	14.10%	16.75%	2.65%
1994 年 12 月 31 日	13.93%	16.39%	2.46%
1995 年 12 月 31 日	14.76%	14.71%	-0.06%
1996 年 12 月 31 日	13.53%	16.00%	2.47%

* 时间：1961 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

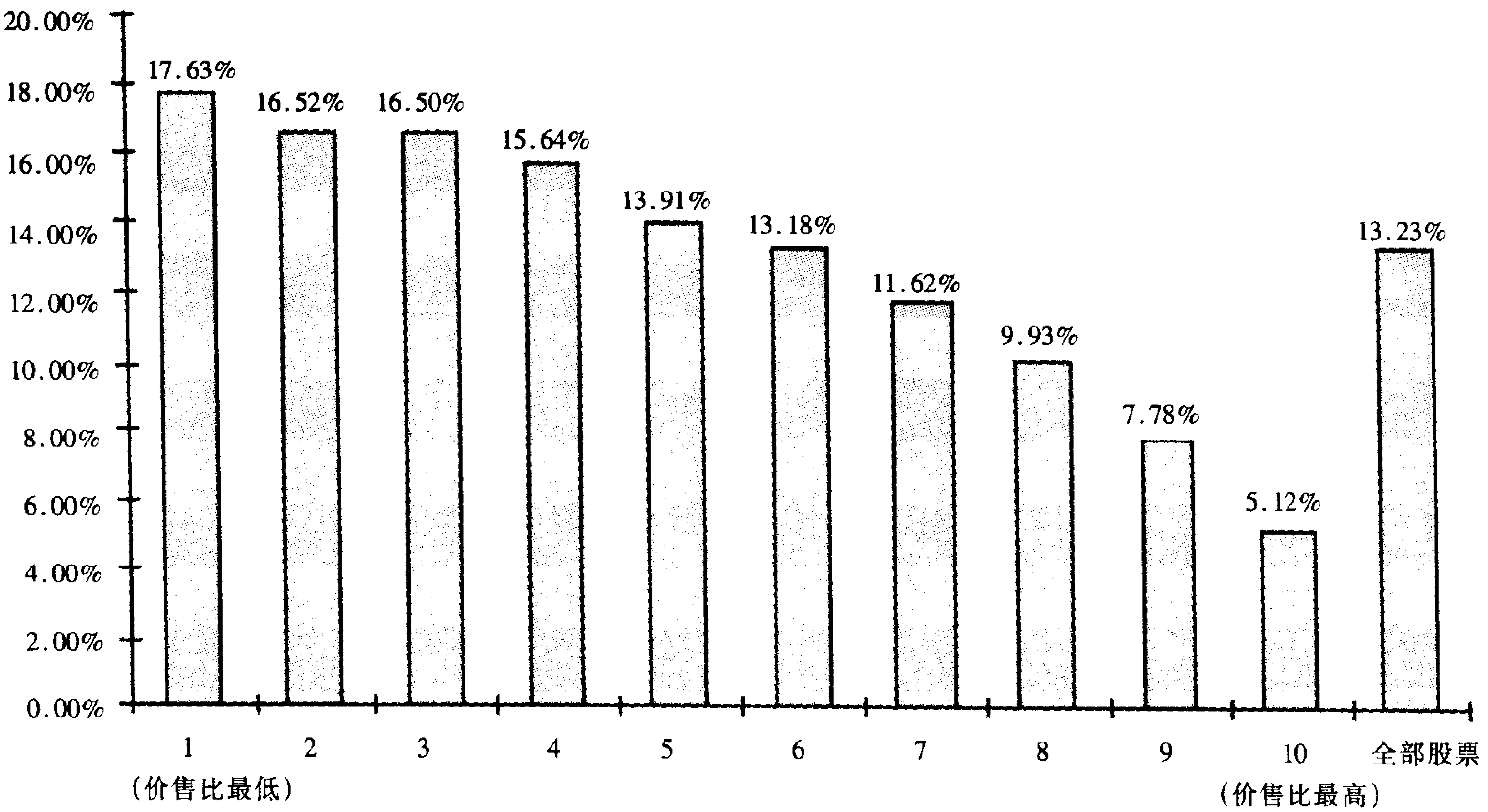


图 8-1 按价售比平均分组后各组以及"全部股票"样本组的复合收益率，1951 年～1996 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

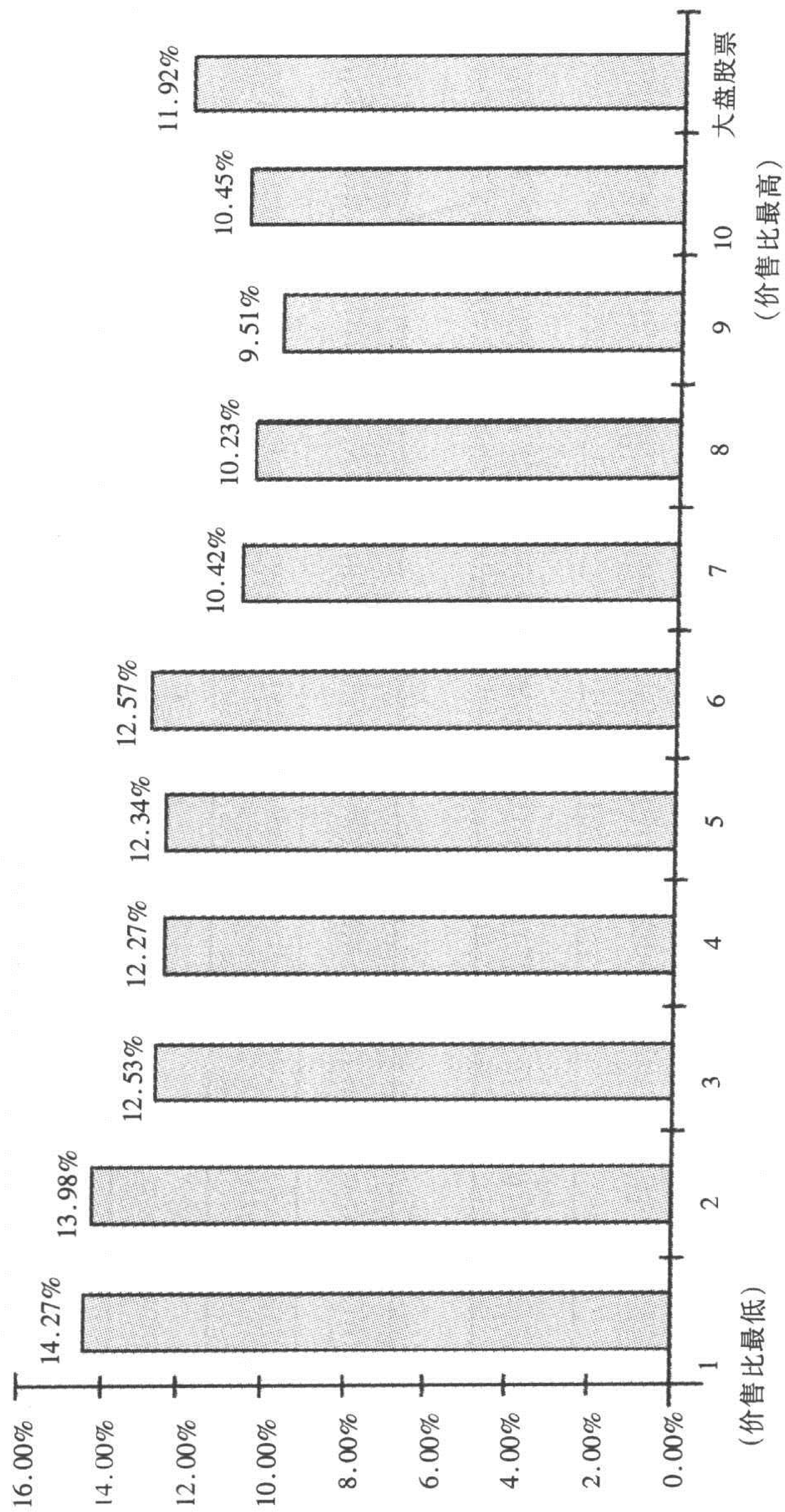


图 8-2 按价售比平均分组后各组以及“大盘股票”样本组的复合收益率，1951 年～1996 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

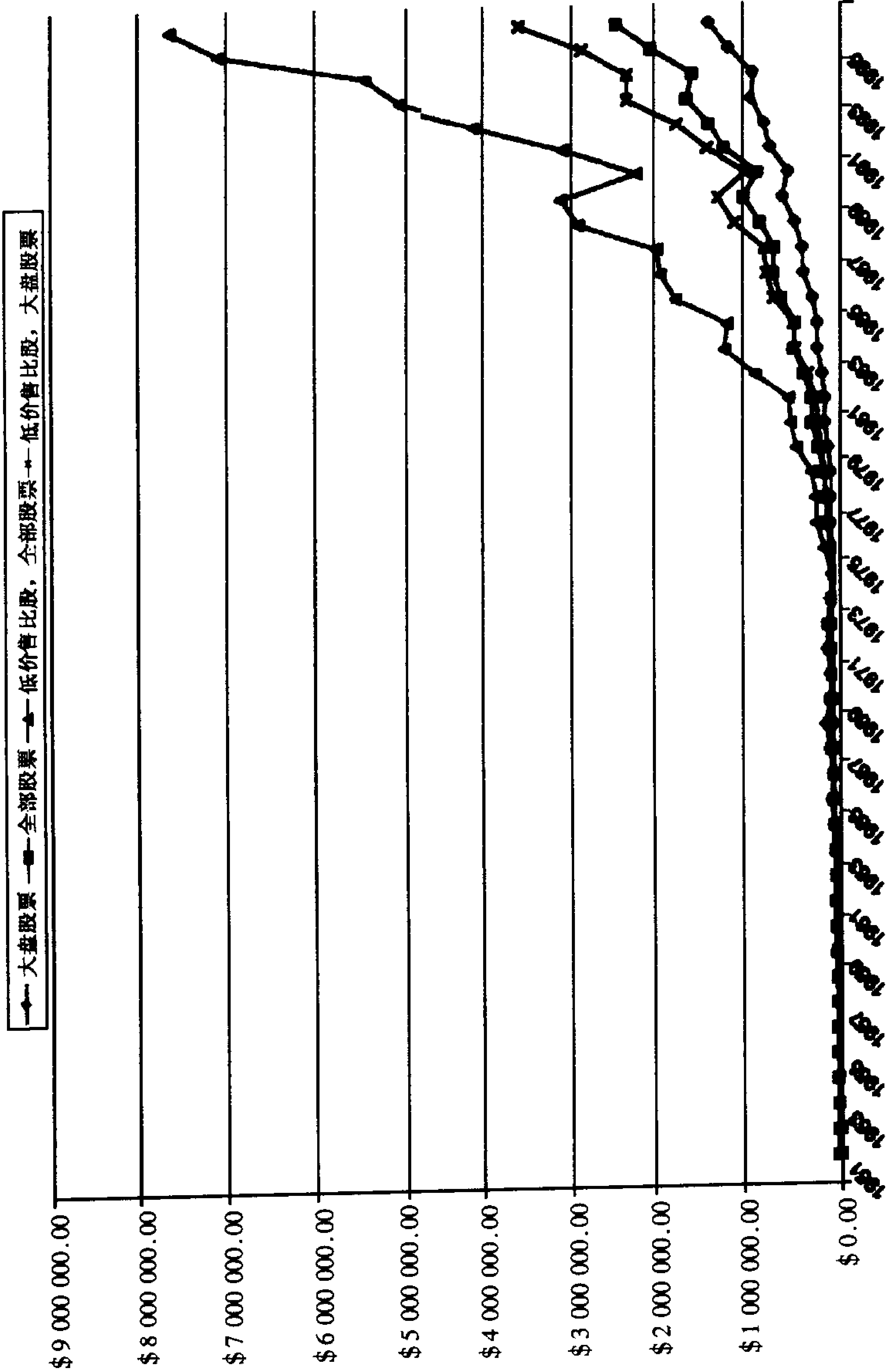


图 8－3　低价售比股票的收益与“全部股票”和“大盘股票”的收益对比，1951 年～1996 年，1951 年底＝10 000 美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

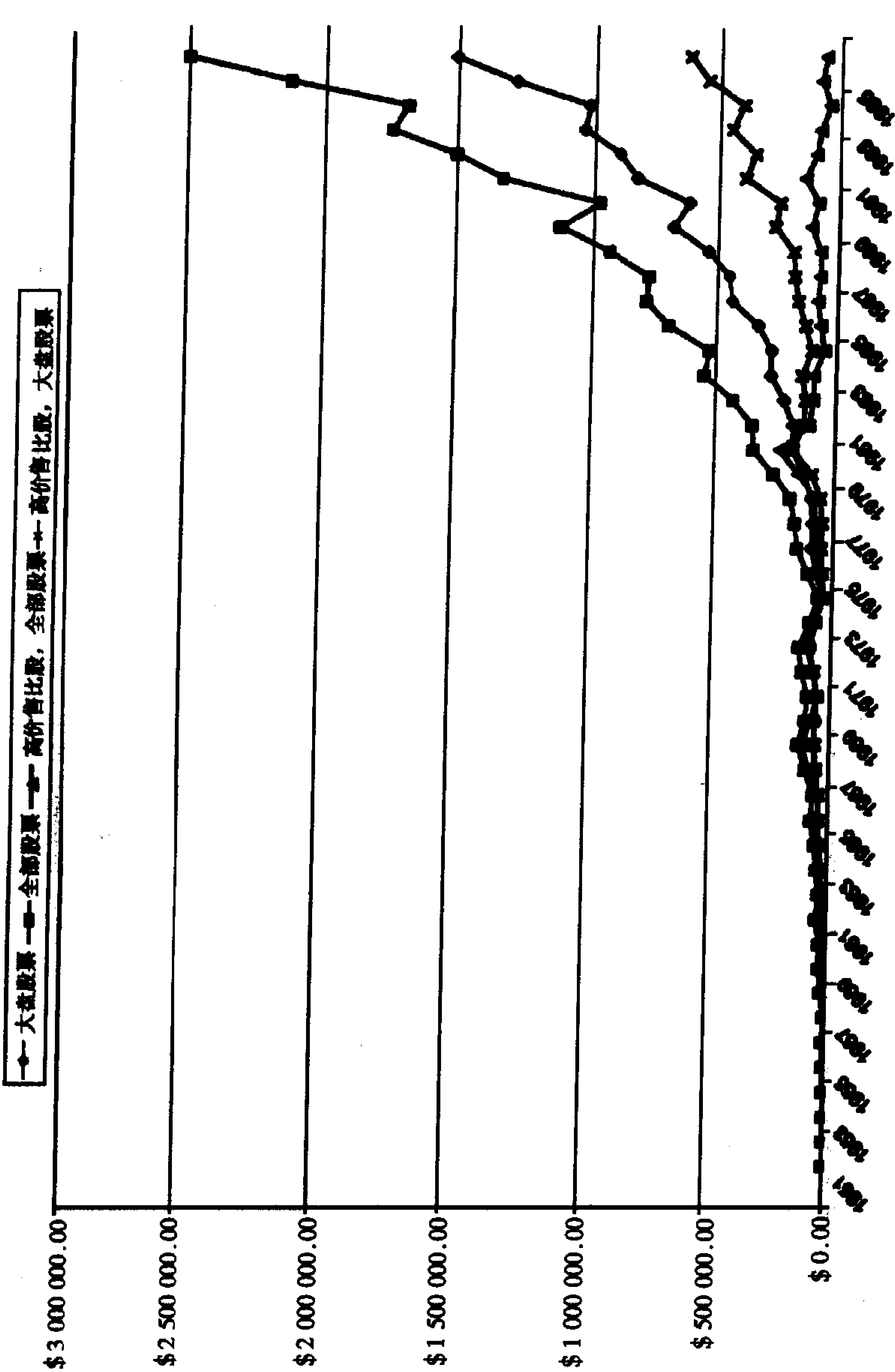


图 8－4 高价售比股票的收益与“全部股票”和“大盘股票”的收益对比，1951年～1996年，1951年底=10 000美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

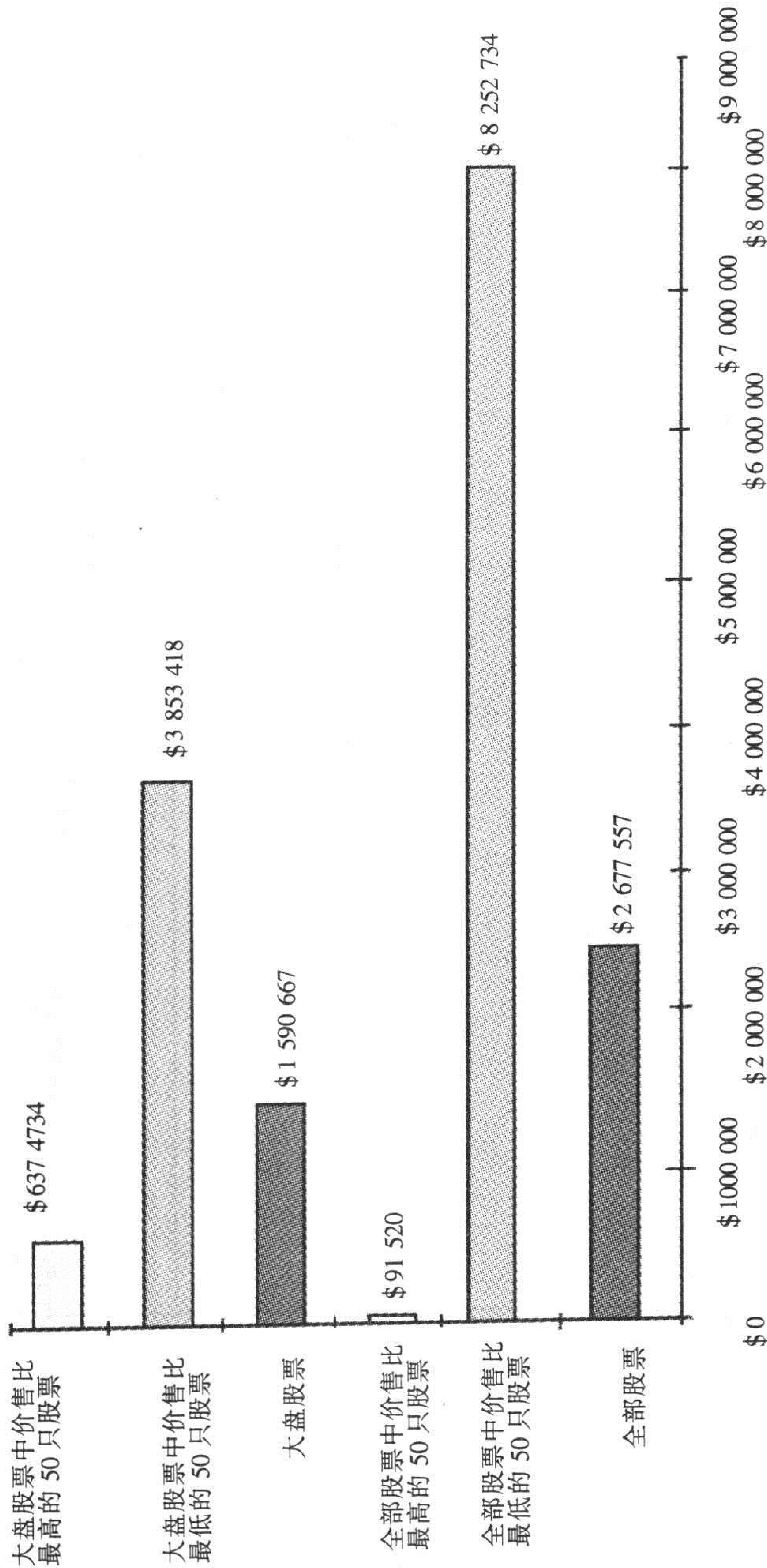


图 8－5 1951 年 12 月 31 日投资 10 000 美元于 1996 年 12 月 31 日的价值

（每年按价售比调整各组成分股）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

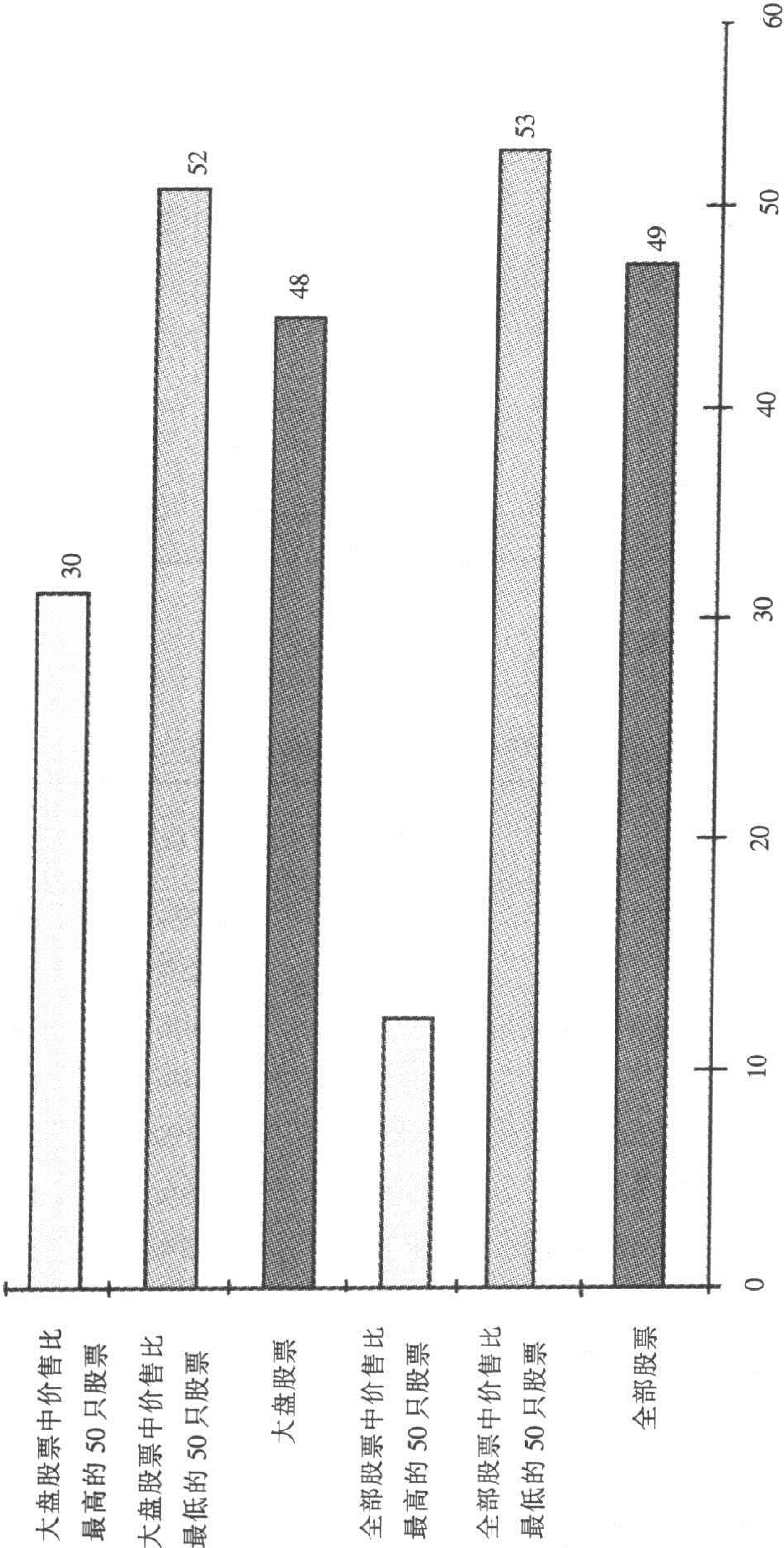


图8-6 夏普风险调整收益指数，1951年～1996年（指数越高越好）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8－15 各十年期复合年度收益率

投资组合	50 年代*	60 年代	70 年代	80 年代	90 年代**
“大盘股票”	15.33%	8.99%	6.99%	16.89%	12.61%
“大盘股票”中价售比最高的 50 只股票	13.21%	11.73%	3.23%	9.54%	12.50%
“大盘股票”中价售比最低的 50 只股票	16.39%	9.48%	10.90%	20.90%	14.84%
“全部股票”	19.22%	11.09%	8.53%	15.85%	12.78%
“全部股票”中价售比最高的 50 只股票	14.96%	11.99%	5.82%	－2.02%	－5.49%
“全部股票”中价售比最低的 50 只股票	20.85%	11.15%	14.80%	20.43%	13.80%

* 1952 年至 1959 年间收益率。

** 1990 年至 1996 年间收益率。

表 8－16 按价售比平均分组后收益情况概览*

分组序号	10 000 美元的投资增值为	平均收益率	复合收益率	标准差
1（价售比最低）	$ 14 910 164	19.32%	17.63%	19.79%
2	$ 9 737 147	18.16%	16.52%	19.36%
3	$ 9 646 689	18.25%	16.50%	20.01%
4	$ 6 924 259	17.35%	15.64%	19.56%
5	$ 3 505 492	15.81%	13.91%	20.40%
6	$ 2 629 117	15.04%	13.18%	19.95%
7	$ 1 406 604	13.40%	11.62%	19.23%
8	$ 709 086	11.54%	9.93%	18.19%
9	$ 291 074	9.70%	7.78%	19.81%
10（价售比最高）	$ 94 437	7.69%	5.12%	22.73%
“全部股票”	$ 2 677 557	14.97%	13.23%	19.51%

* 资料来源：“全部股票”样本组；时间：1951 年～1996 年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8－17　　按价售比平均分组后收益情况概览*

分组序号	10 000 美元的投资增值为	平均收益率	复合收益率	标准差
1（价售比最低）	$ 4 043 295	16.06%	14.27%	20.16%
2	$ 3 603 757	15.71%	13.98%	20.18%
3	$ 2 029 206	13.89%	12.53%	17.25%
4	$ 1 826 745	13.48%	12.27%	16.28%
5	$ 1 881 358	13.64%	12.34%	16.78%
6	$ 2 058 352	13.75%	12.57%	16.11%
7	$ 866 428	11.47%	10.42%	14.92%
8	$ 800 749	11.25%	10.23%	14.55%
9	$ 596 203	10.70%	9.51%	15.61%
10（价售比最高）	$ 875 010	12.31%	10.45%	20.12%
“大盘股票”	$ 1 590 667	13.11%	11.92%	16.01%

*　资料来源：“大盘股票”样本组；时间：1951 年～1996 年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

9 Dividend Yields: Buying an Income

股息率：购买一种收入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十月。这是进行股票投机尤其危险的一个月份。其他的危险月份是七月、一月、九月、四月、十一月、五月、三月、六月、十二月、八月和二月。

——马克·吐温

那些发现在所有月份里进行股票投机都“尤其危险”的投资者，常常寻找具有高股息率的股票以获得“拯救”。由于在股票总收益中，股息的份量经常超过一半，所以此类投资者认为把精力集中于寻找高股息率的股票是明智的。此外，要对股息进行操纵是不可能的，一家公司要么当期支付，要么延期支付，要么取消支付，别无其他选择。

要求出一只股票的股息率（dividend yield），将其年度股息（红利）除以当前市场价格，再乘以 100，即可得到以百分比表示的股息率数字。如果一家公司支付 1 美元的股息，而其股票的当前市场价格为 10 美元，则其股息率为 10%。

我们将研究“全部股票”及“大盘股票”中股息率最高的 50 只股票的收益情况。公用事业股将被排除在外，因为如果将它们包括在内，这类股票将在 50 只股票中占据大多数。

检验结果

如表 9－1 至表 9－7 所示，高股息率对股票收益率的影响几乎完全取决于相应公司的规模。表 9－1 和表 9－3 说明，“全部股票”中股息率最高的 50 只股票未能获得高于样本总体水平的收益率。1951 年 12 月 31 日投资10 000美元于该组合，至 1996 年底将增值为1 634 900美元，比等额资金投资于“全部股票”整体所能获得的价值低 100 万美元还多。由于高股息率组合的风险较高，其风险调整收益也低于整体水平。根据表 9－5 的数据，“全部股票”中高股息率组合获得正的超额收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益的基本比率很低，在所有的十年滚动期中，该组合收益超过整体水平的时间仅有17%。

表9-1　　年度收益对比

年度（截止以下日期的一年）	"全部股票"	"全部股票"中股息率最高的50只股票	相对收益：股息率最高的50只股票
1952年12月31日	7.90%	14.50%	6.60%
1953年12月31日	2.90%	7.70%	4.80%
1954年12月31日	47.00%	57.80%	10.80%
1955年12月31日	20.70%	24.40%	3.70%
1956年12月31日	17.00%	10.60%	-6.40%
1957年12月31日	-7.10%	-16.60%	-9.50%
1958年12月31日	55.00%	61.00%	6.00%
1959年12月31日	23.00%	21.90%	-1.10%
1960年12月31日	6.10%	-4.40%	-10.50%
1961年12月31日	31.20%	26.50%	-4.70%
1962年12月31日	-12.00%	-8.94%	3.06%
1963年12月31日	18.00%	19.70%	1.70%
1964年12月31日	16.30%	20.70%	4.40%
1965年12月31日	22.60%	23.10%	0.50%
1966年12月31日	-5.20%	-10.60%	-5.40%
1967年12月31日	41.10%	32.40%	-8.70%
1968年12月31日	27.40%	43.10%	15.70%
1969年12月31日	-18.50%	-17.90%	0.60%
1970年12月31日	-5.80%	3.40%	9.20%
1971年12月31日	21.30%	10.10%	-11.20%
1972年12月31日	11.00%	13.10%	2.10%
1973年12月31日	-27.20%	-18.50%	8.70%
1974年12月31日	-27.90%	-40.50%	-12.60%
1975年12月31日	55.90%	51.70%	-4.20%
1976年12月31日	35.60%	42.60%	7.00%
1977年12月31日	6.90%	6.80%	-0.10%
1978年12月31日	12.20%	4.70%	-7.50%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	“全部股票”	“全部股票”中股息率最高的50只股票	相对收益：股息率最高的50只股票
1979年12月31日	34.30%	24.90%	-9.40%
1980年12月31日	31.50%	14.00%	-17.50%
1981年12月31日	1.70%	8.60%	6.90%
1982年12月31日	22.50%	29.50%	7.00%
1983年12月31日	28.10%	28.50%	0.40%
1984年12月31日	-3.40%	5.40%	8.80%
1985年12月31日	30.80%	19.30%	-11.50%
1986年12月31日	13.10%	7.00%	-6.10%
1987年12月31日	-1.30%	-13.80%	-12.50%
1988年12月31日	21.20%	17.00%	-4.20%
1989年12月31日	21.40%	3.40%	-18.00%
1990年12月31日	-13.80%	-15.90%	-2.10%
1991年12月31日	39.80%	47.50%	7.70%
1992年12月31日	13.80%	12.90%	-0.90%
1993年12月31日	16.60%	31.90%	15.30%
1994年12月31日	-3.40%	-7.50%	-4.10%
1995年12月31日	27.00%	21.40%	-5.60%
1996年12月31日	18.30%	21.10%	2.80%
算术平均数	14.97%	14.08%	-0.89%
标准差	19.51%	21.27%	1.76%

表9-2 年度收益对比

年度（截止以下日期的一年）	“大盘股票”	“大盘股票”中股息率最高的50只股票	相对收益：股息率最高的50只股票
1952年12月31日	9.30%	12.60%	3.30%
1953年12月31日	2.30%	-5.30%	-7.60%
1954年12月31日	44.90%	56.90%	12.00%
1955年12月31日	21.20%	20.00%	-1.20%
1956年12月31日	9.60%	11.30%	1.70%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	“全部股票”	“全部股票”中股息率最高的 50 只股票	相对收益：股息率最高的 50 只股票
1957 年 12 月 31 日	-6.90%	-11.90%	-5.00%
1958 年 12 月 31 日	42.10%	44.00%	1.90%
1959 年 12 月 31 日	9.90%	9.40%	-0.50%
1960 年 12 月 31 日	4.80%	1.70%	-3.10%
1961 年 12 月 31 日	27.50%	29.40%	1.90%
1962 年 12 月 31 日	-8.90%	-3.70%	5.20%
1963 年 12 月 31 日	19.50%	20.60%	1.10%
1964 年 12 月 31 日	15.30%	17.70%	2.40%
1965 年 12 月 31 日	16.20%	18.80%	2.60%
1966 年 12 月 31 日	-4.90%	-11.10%	-6.20%
1967 年 12 月 31 日	21.30%	21.30%	0.00%
1968 年 12 月 31 日	16.80%	32.60%	15.80%
1969 年 12 月 31 日	-9.90%	-16.50%	-6.60%
1970 年 12 月 31 日	-0.20%	8.00%	8.20%
1971 年 12 月 31 日	17.30%	12.70%	-4.60%
1972 年 12 月 31 日	14.90%	12.10%	-2.80%
1973 年 12 月 31 日	-18.90%	-10.10%	8.80%
1974 年 12 月 31 日	-26.70%	-13.30%	13.40%
1975 年 12 月 31 日	43.10%	51.70%	8.60%
1976 年 12 月 31 日	28.00%	41.80%	13.80%
1977 年 12 月 31 日	-2.50%	4.50%	7.00%
1978 年 12 月 31 日	8.10%	2.80%	-5.30%
1979 年 12 月 31 日	27.30%	20.20%	-7.10%
1980 年 12 月 31 日	30.80%	14.90%	-15.90%
1981 年 12 月 31 日	0.60%	12.70%	12.10%
1982 年 12 月 31 日	19.90%	26.00%	6.10%
1983 年 12 月 31 日	23.80%	33.60%	9.80%
1984 年 12 月 31 日	-0.40%	2.10%	2.50%
1985 年 12 月 31 日	19.50%	32.80%	13.30%
1986 年 12 月 31 日	32.20%	17.80%	-14.40%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	“全部股票”	“全部股票”中股息率最高的 50 只股票	相对收益：股息率最高的 50 只股票
1987 年 12 月 31 日	3.30%	-3.00%	-6.30%
1988 年 12 月 31 日	19.00%	22.40%	3.40%
1989 年 12 月 31 日	26.00%	17.80%	-8.20%
1990 年 12 月 31 日	-8.70%	-10.80%	-2.10%
1991 年 12 月 31 日	33.00%	44.80%	11.80%
1992 年 12 月 31 日	8.70%	8.30%	-0.40%
1993 年 12 月 31 日	16.30%	26.30%	10.00%
1994 年 12 月 31 日	-1.90%	0.09%	1.99%
1995 年 12 月 31 日	28.50%	18.60%	-9.90%
1996 年 12 月 31 日	18.70%	21.40%	2.70%
算术平均数	13.11%	14.76%	1.65%
标准差	16.01%	17.52%	1.51%

表 9-3 收益率情况概述*

	“全部股票”	“全部股票”中股息率最高的 50 只股票
算术平均数	14.97	14.08%
收益标准差	19.51%	21.27%
夏普风险调整指数	49.00	41.00
3 年期复合收益率	13.22%	10.79%
5 年期复合收益率	14.00%	15.16%
10 年期复合收益率	12.92%	10.11%
15 年期复合收益率	14.44%	12.52%
20 年期复合收益率	14.97%	12.28%
25 年期复合收益率	12.74%	10.46%
30 年期复合收益率	12.43%	10.73%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	“全部股票”	“全部股票”中股息率最高的 50 只股票
35 年期复合收益率	11.64%	10.29%
40 年期复合收益率	12.62%	10.83%
年度复合收益率	13.23%	11.99%
10 000 美元增值为	$2 677 556.77	$1 634 899.51
最高年度收益	55.90%	61.00%
最低年度收益	-27.90%	-40.50%
最高年度预期收益**	53.98%	56.62%
最低年度预期收益***	-24.04%	-28.46%

* 时间：1951 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。

** 最高年度预期收益为平均收益率加 2 个收益标准差。

** 最低年度预期收益为平均收益率减 2 个收益标准差。

表 9-4 收益率情况概述*

	“大盘股票”	“大盘股票”中股息率最高的 50 只股票
算术平均数	13.11%	14.76%
收益标准差	16.01%	17.52%
夏普风险调整指数	48.00	54.00
3 年期复合收益率	14.38%	12.95%
5 年期复合收益率	13.60%	14.54%
10 年期复合收益率	13.53%	13.54%
15 年期复合收益率	15.16%	16.25%
20 年期复合收益率	14.37%	14.87%
25 年期复合收益率	12.34%	14.59%
30 年期复合收益率	11.67%	13.87%
35 年期复合收益率	10.96%	12.95%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	“大盘股票”	“大盘股票”中股息率最高的 50 只股票
40 年期复合收益率	11.36%	12.93%
年度复合收益率	11.92%	13.43%
10 000 美元增值为	$ 1 590 667.04	$ 2 898 099.42
最高年度收益	44.90%	56.90%
最低年度收益	−26.70%	−16.50%
最高年度预期收益**	45.12%	49.80%
最低年度预期收益***	−18.91%	−20.28%

*　时间：1951 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。
**　最高年度预期收益为平均收益率加 2 个收益标准差。
***　最低年度预期收益为平均收益率减 2 个收益标准差。

表 9－5　股息率最高的50只股票的基本比例*

项　　目	50 只高股息率股票超过“全部股票”的时期数	比　　例
年度收益率	45 期中的 22 期	49.00%
五年滚动期复合收益率	41 期中的 14 期	34.00%
十年滚动期复合收益率	36 期中的 6 期	17.00%

*　时间：1951 年～1996 年。

表 9－6　股息率最高的50只股票的基本比例*

项　　目	50 只高股息率股票超过“大盘股票”的时期数	比　　例
年度收益率	45 期中的 26 期	58.00%
五年滚动期复合收益率	41 期中的 29 期	71.00%
十年滚动期复合收益率	36 期中的 32 期	89.00%

*　时间：1951 年～1996 年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 9－7 各十年期年度复合收益率

投资组合	50 年代*	60 年代	70 年代	80 年代	90 年代**
“大盘股票”	15.33%	8.99%	6.99%	16.89%	12.61%
“大盘股票”中股息率最高的 50 只股票	15.20%	9.82%	11.44%	17.15%	13.65%
“全部股票”	19.22%	11.09%	8.53%	15.85%	12.78%
“全部股票”中股息率最高的 50 只股票	20.29%	10.54%	6.55%	11.20%	14.06%

* 1952 年～1959 年间收益率。
** 1990 年～1996 年间收益率。

“大盘股票”完全不同

“大盘股票”中股息率最高的 50 只股票的情况则完全不同。在这里，高股息率组合的收益差不多是样本整体水平的 2 倍，而两者的风险却几乎没有差异：1951 年 12 月 31 日投资10 000美元于高股息率组合，至 1996 年底将增值为2 898 099美元，复合收益率 13.43%，比“大盘股票”整体 11.92%的复合收益率高出 1.51 个百分点。“大盘股票”高股息率组合的收益标准差为 17.52%，比样本整体高出 1.51 个百分点。这一点与较高的绝对收益相结合，使该组合的夏普指数达到 54。从损失的绝对数额来看，高股息率组合的风险甚至低于其样本总体，该组合最大的年度损失发生于 1969 年，当年损失了 16.5%，而“大盘股票”总体的最大损失发生于 1974 年，当年损失了 26.7%。

此外，一旦将高股息率策略运用于“大盘股票”，其稳定性也大大提高。在所有的十年滚动期中，50 只股息率最高的股票有 89%的时间获得了超过样本总体的收益水平。

图 9－1 至图 9－4 说明了这方面的结论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

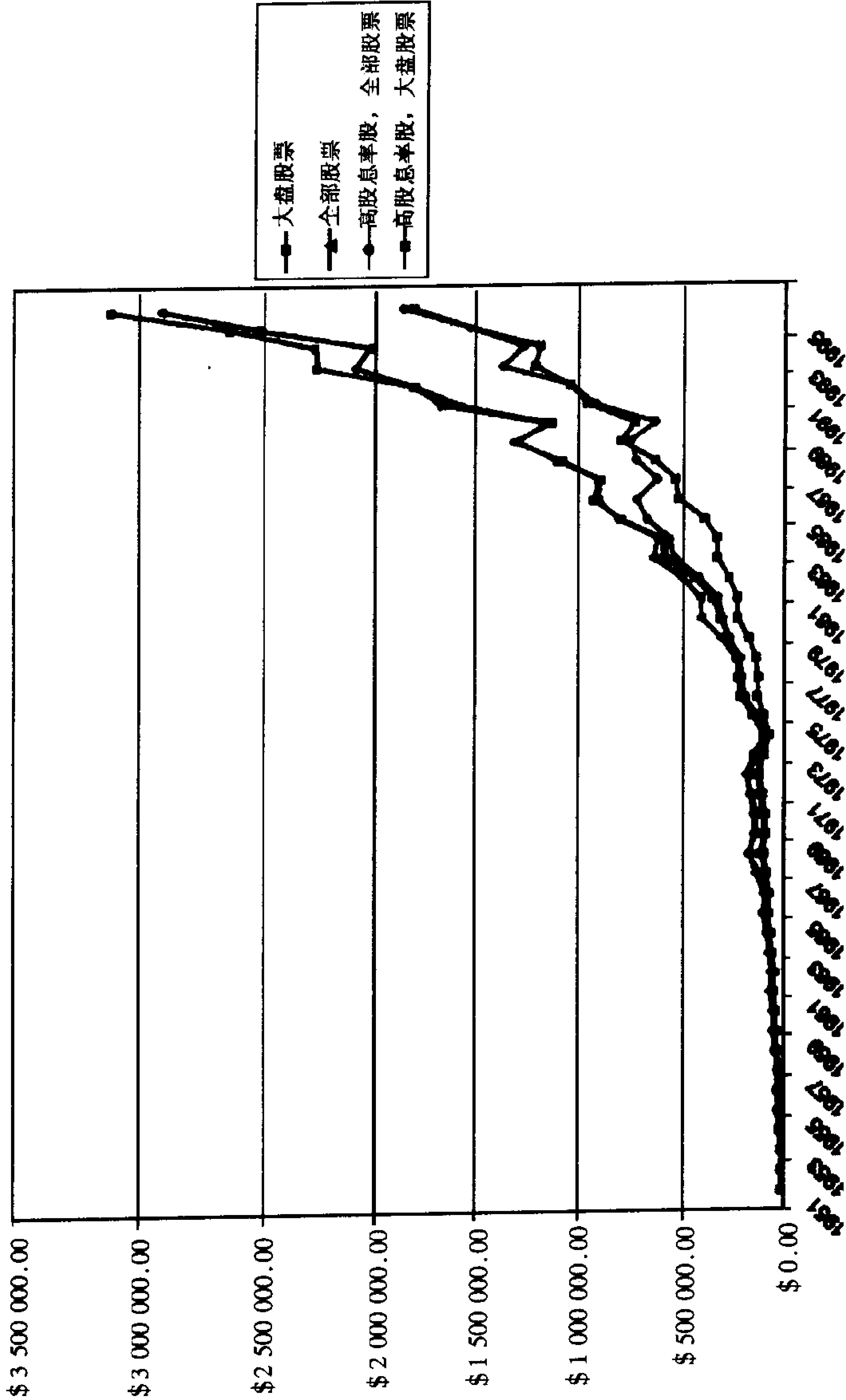


图9－1　高股息率股票的收益与“全部股票”和“大盘股票”的收益对比，1951年～1996年，1951年底=10 000美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

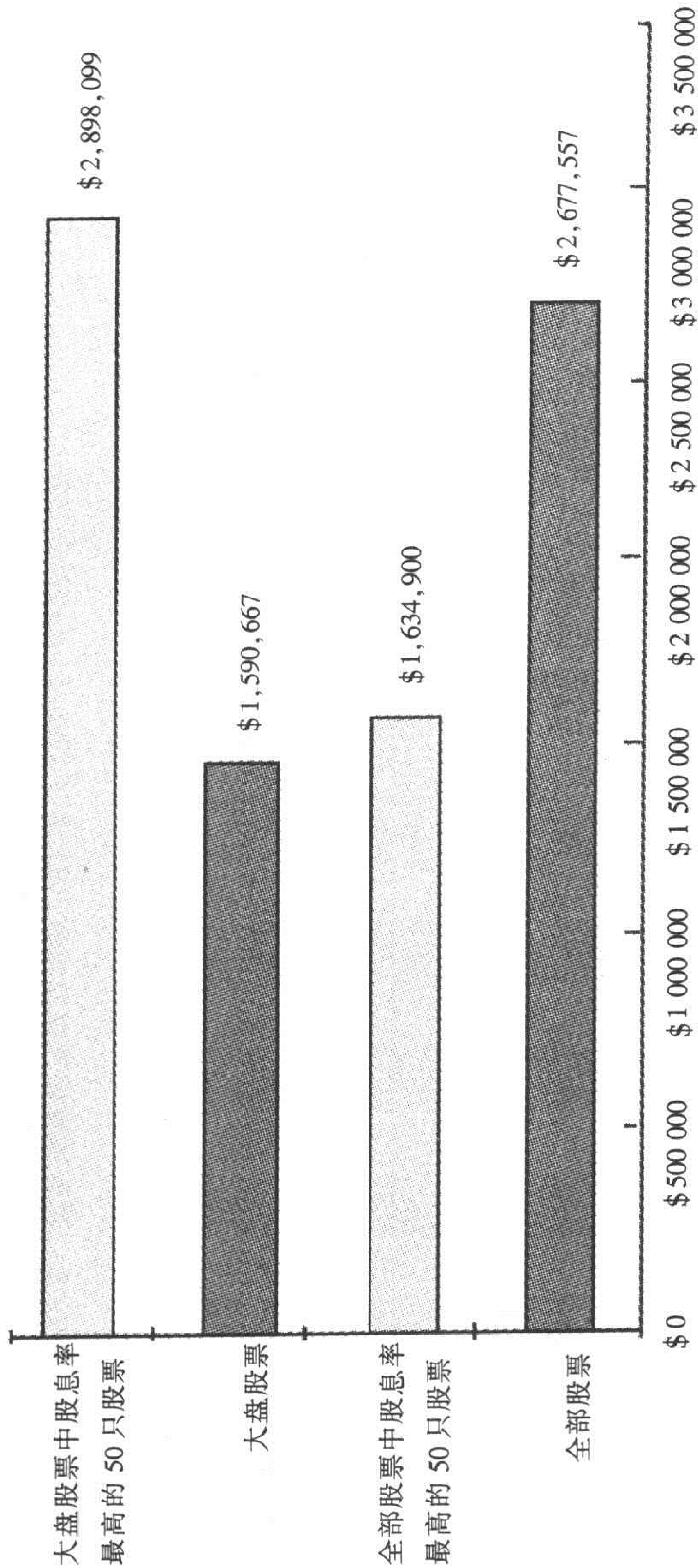


图 9－2　1951 年 12 月 31 日投资 10 000 美元于 1996 年 12 月 31 日的价值
（每年按股息率调整各组成分股）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

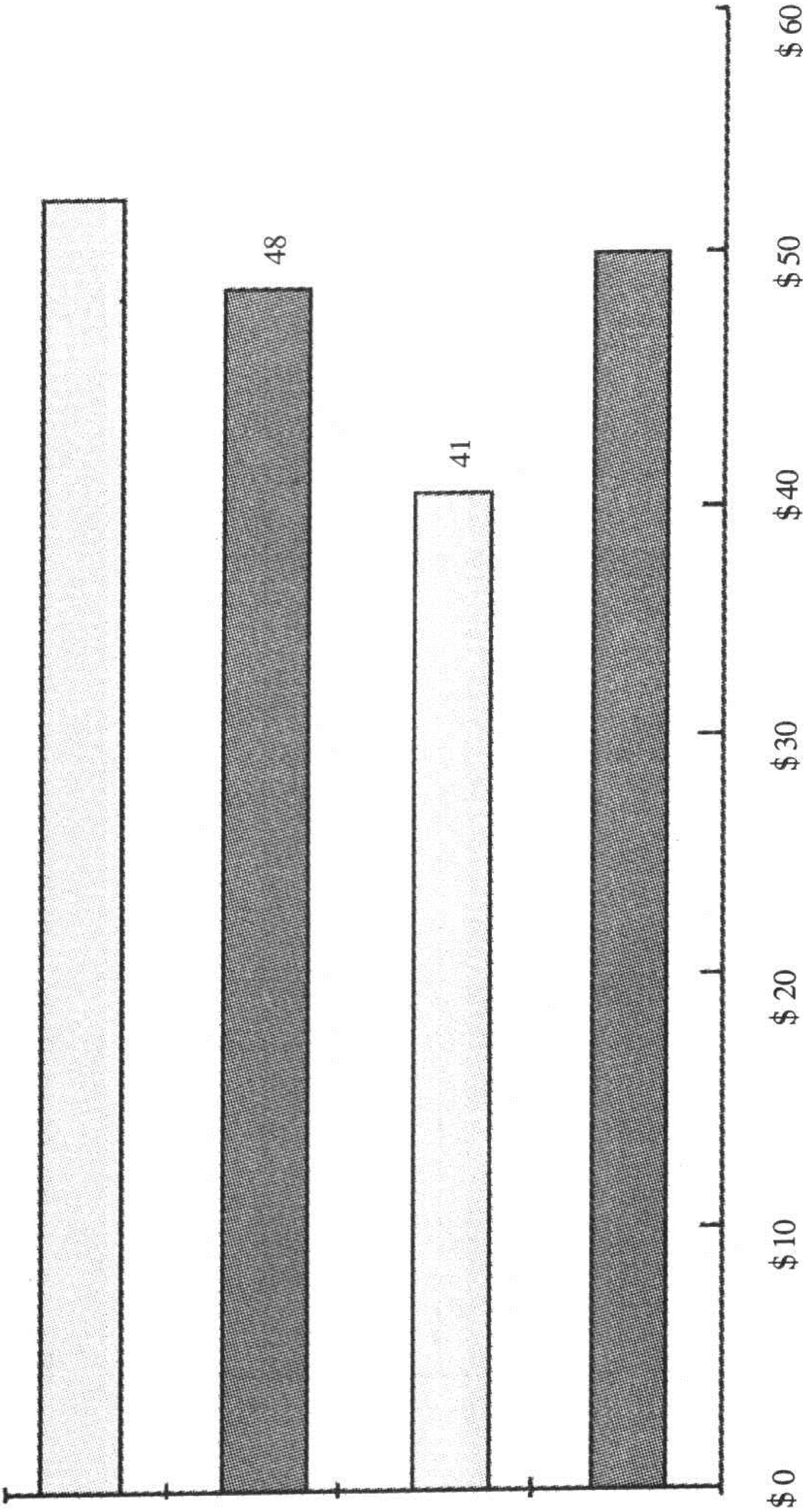


图 9－3　夏普风险调整收益指数，1951 年～1996 年（指数越高越好）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

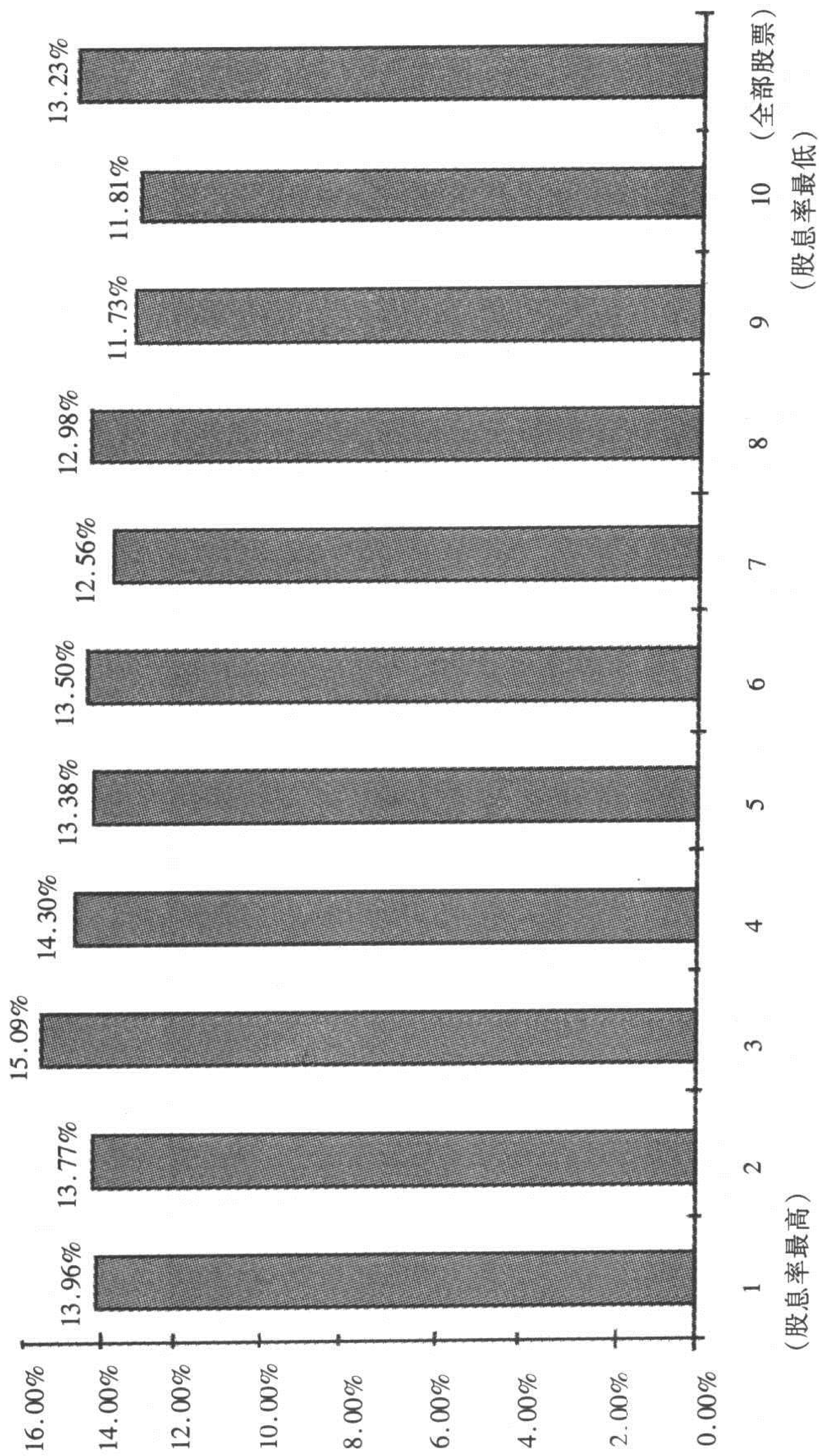


图 9-4 按股息率平均分组后各组以及"全部股票"样本组的复合收益率，1951 年～1996 年



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

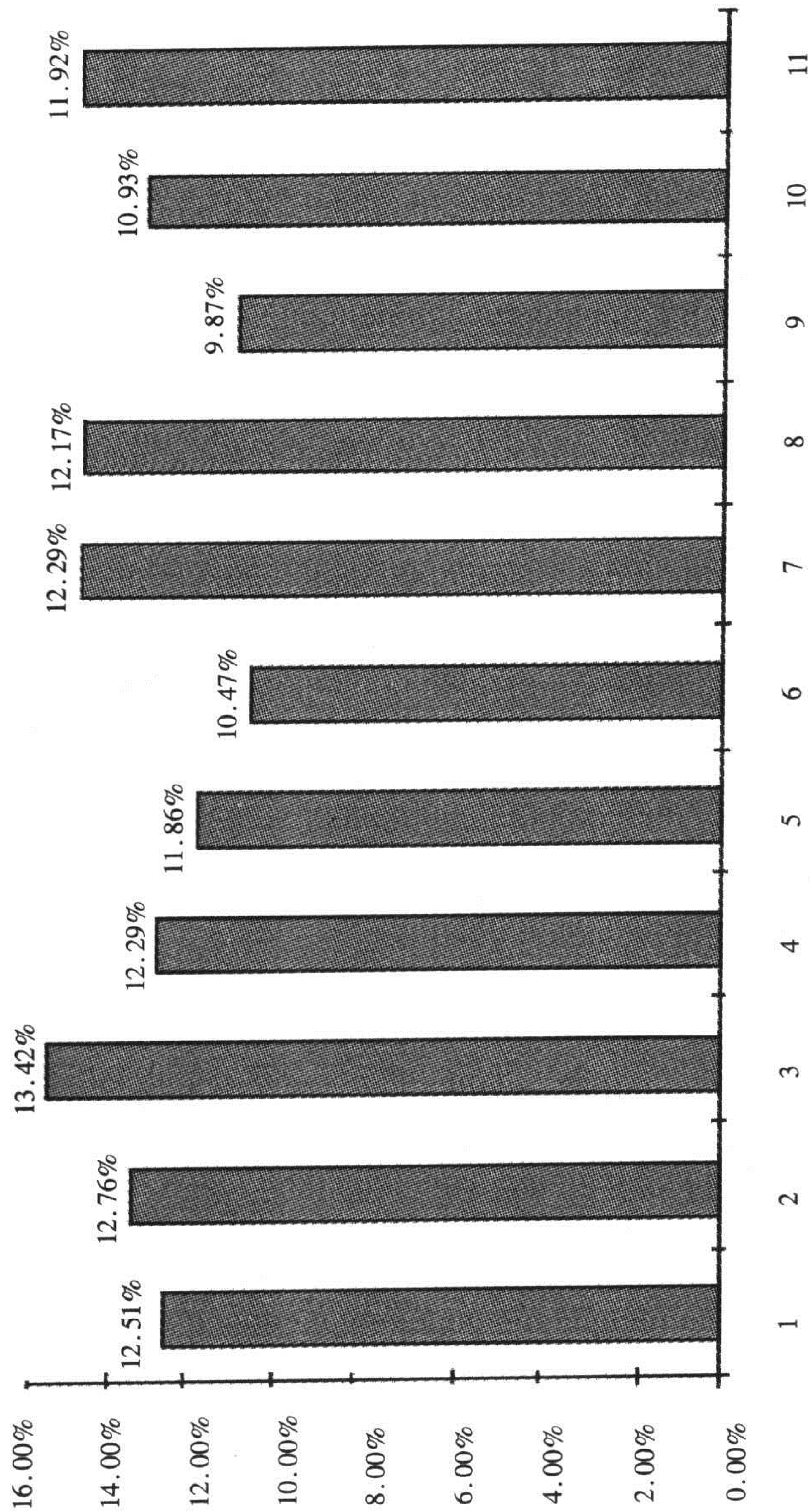


图 9-5 按股息率平均分组后各组以及"大盘股票"样本组的复合收益率，1951 年～1996 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平均分组分析

与上述由 50 只股票构成的组合相比，分组分析的结论没有那么极端。“全部股票”中，股息率较高的前六个分组具有优于样本总体的收益水平，而股息率较低的四个分组收益则低于总体水平。与“全部股票”中股息率最高的 50 只股票相比，我们发现，也许以所有股息率**较高**的股票为选股对象，比仅仅限于股息率**最高**这一狭窄范围更有可能取得良好的收益。

对“大盘股票”进行分组分析则表明，集中于该样本组中股息率最高的股票仍然是较好的选择。表 9－8、表 9－9 以及图 9－5 概括了这方面的结果。

对投资者的启示

不同市值规模的股票，其高股息率对收益情况的影响是非常不同的。投资者如果想把股息率作为选择投资对象的惟一标准，则应当把注意力放在规模大、知名度高的股票上，因为这些公司通常具有良好的资产负债情况和较长的经营历史，能够保证实现较高的股息率。事实上，在后文介绍的多因素选股模型中——包括现金流良好、销售旺盛、在外普通股数量大等其他一些标准——我们将看到，具有高股息率的大盘股所获得的风险调整收益最高。

在对"全部股票"按股息率平均分组的情况下，投资者应当以股息率较高的各个分组为选股范围，并且不应投资于绝对股息率最高的 50 只股票。由于这些股票规模较小，高股息率可能恰恰预示了潜在的问题。

表 9－8　　按股息率平均分组后收益情况概览*

分组序号	10 000 美元的投资增值为	平均收益率	复合收益率	标准差
1（股息率最高）	3 573 468	15.63%	13.96%	19.43%
2	3 324 096	15.25%	13.77%	18.48%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

分组序号	10 000 美元的投资增值为	平均收益率	复合收益率	标准差
3	5 585 878	16.45%	15.09%	17.72%
4	4 090 087	15.62%	14.30%	17.31%
5	2 848 919	14.73%	13.38%	17.19%
6	2 983 170	14.99%	13.50%	17.81%
7	2 049 286	14.16%	12.56%	18.42%
8	2 422 707	14.73%	12.98%	19.39%
9	1 473 512	13.64%	11.73%	19.91%
10（股息率最低）	1 521 652	14.37%	11.81%	23.15%
"全部股票"	2 677 557	14.97%	13.23%	19.51%

* 资料来源："全部股票"样本组；时间：1951 年～1996 年。

表 9－9 按股息率平均分组后收益情况概览*

分组序号	10 000 美元的投资增值为	平均收益率	复合收益率	标准差
1（股息率最高）	$2 012 446	14.14%	12.51%	19.82%
2	$2 218 892	14.07%	12.76%	17.32%
3	$2 896 639	14.56%	13.42%	16.15%
4	$1 839 799	13.30%	12.29%	14.87%
5	$1 550 418	12.97%	11.86%	15.52%
6	$884 614	11.73%	10.47%	16.28%
7	$1 845 490	13.59%	12.29%	16.67%
8	$1 754 063	13.46%	12.17%	16.44%
9	$691 205	11.34%	9.87%	17.59%
10（股息率最低）	1 066 255	13.14%	10.93%	21.68%
"大盘股票"	1 590 667	13.11%	11.92%	16.01%

* 资料来源："大盘股票"样本组；时间：1951 年～1996 年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

The Value of Value Factors

10

价值指标的价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

真理的发现，既要看到每个人都已经看到的，也要想到没有人曾经想到过的。

——艾伯特·詹特－基尔基

过去45年的数据说明，股票市场的走势并非像一只喝醉了的猴子那样歪歪倒倒，而是很有规律。它奖励具有某些特征的股票，又惩罚具有另一些特征的股票。看一看图10－1，这里没有任何“随机”(random)的东西。具有低市账比、低价现比、低价售比的股票获得了**大大**优于“全部股票”总体的收益；与此形成鲜明对照的是，具有高市账比、高价现比、高价售比的股票收益则大大低于“全部股票”的总体水平，两者具有极其明显的对称性。此外，对样本总体进行平均分组后得到的结果进一步确认了50只股票组合的分析结论。将资金投入低市盈率、低市账比、低价现比和低价售比的分组所获得的收益，超过了市场的平均收益，更大大优于将资金投入高市盈率、高市账比、高价现比和高价售比的分组所能获得的收益。事实上，在分组分析，尤其是按价售比分组的分析中，我们发现，从低比率的分组到高比率的分组，风险越来越大，而收益却越来越低。

“全部股票”中市盈率最低和股息率最高的50只股票未能获得高于样本总体的收益水平，但分组分析说明，选择市盈率较低以及股息率较高的分组进行投资，仍能实现良好的收益。即使在由50只股票构成的组合中，也仍然存在对称性。例如市盈率最高的50只股票具有大大低于“全部股票”总体水平和市盈率最低的50只股票的收益（请见图10－2和图10－3）。

风险并不总是与收益相对称的

资本资产定价模型（Capital Asset Pricing Model）的一个重要原则就是风险总能得到补偿。根据这一原则，寻求高收益的投资者应该寻求具有高收益标准差的股票。我们迄今所研究的所有成功投资策略也的确

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

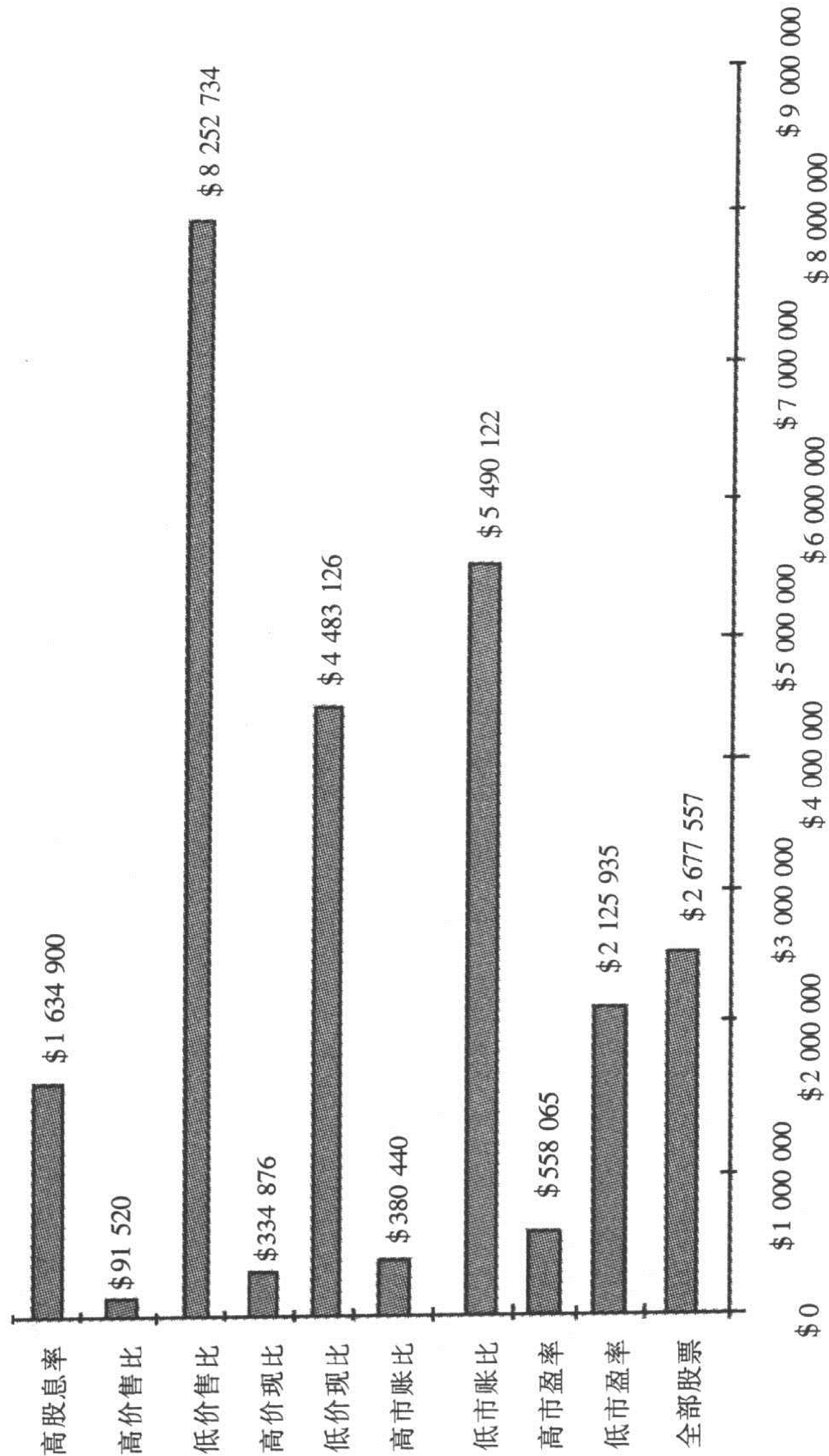


图 10－1 “全部股票”中各种投资策略于 1996 年 12 月 31 日的价值，初始投资 10 000 美元，投资时间 1951 年 12 月 31 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

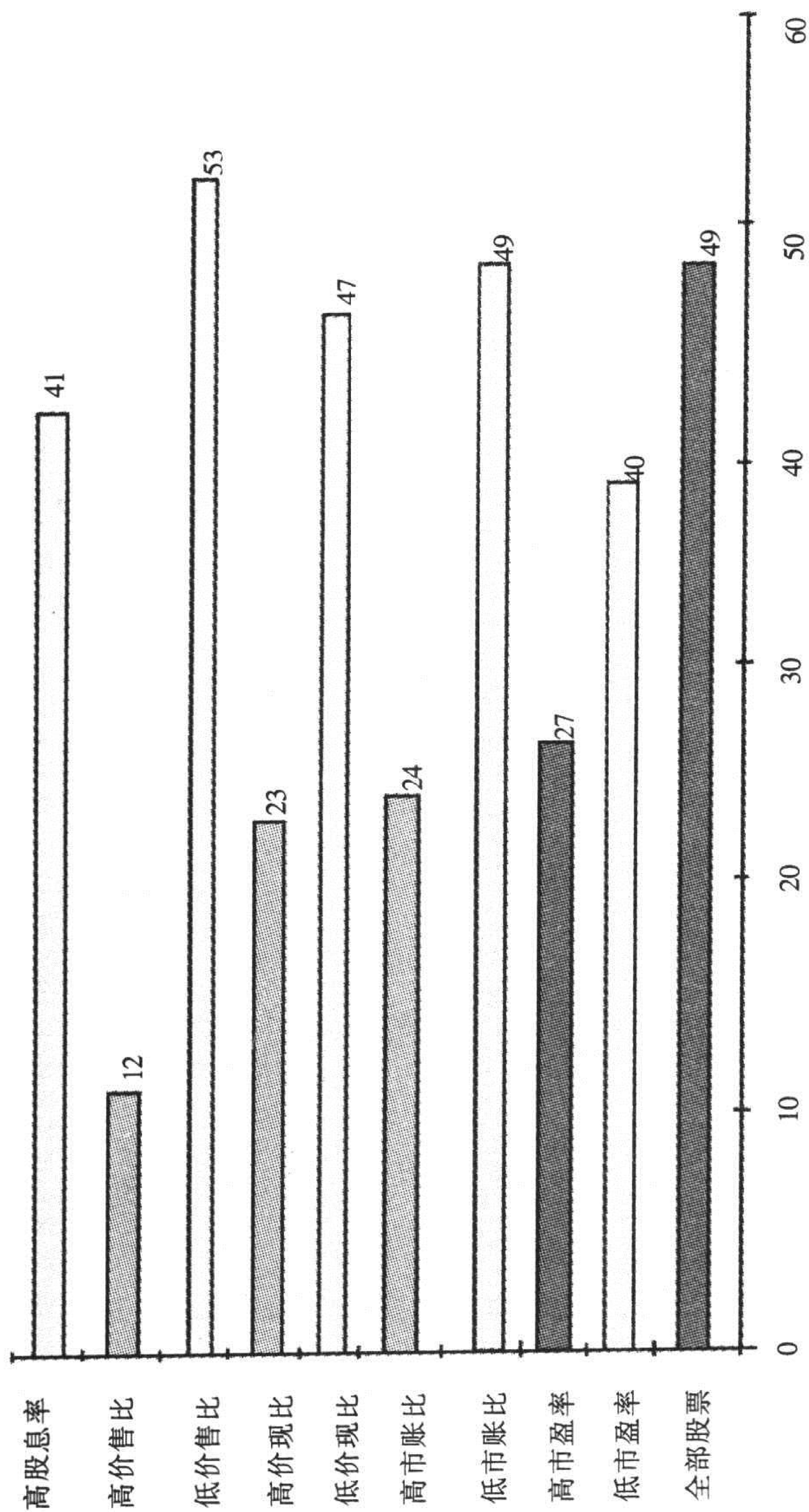


图 10－2 "全部股票"中各种投资策略的夏普指数，1951年～1996年（指数越高越好）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

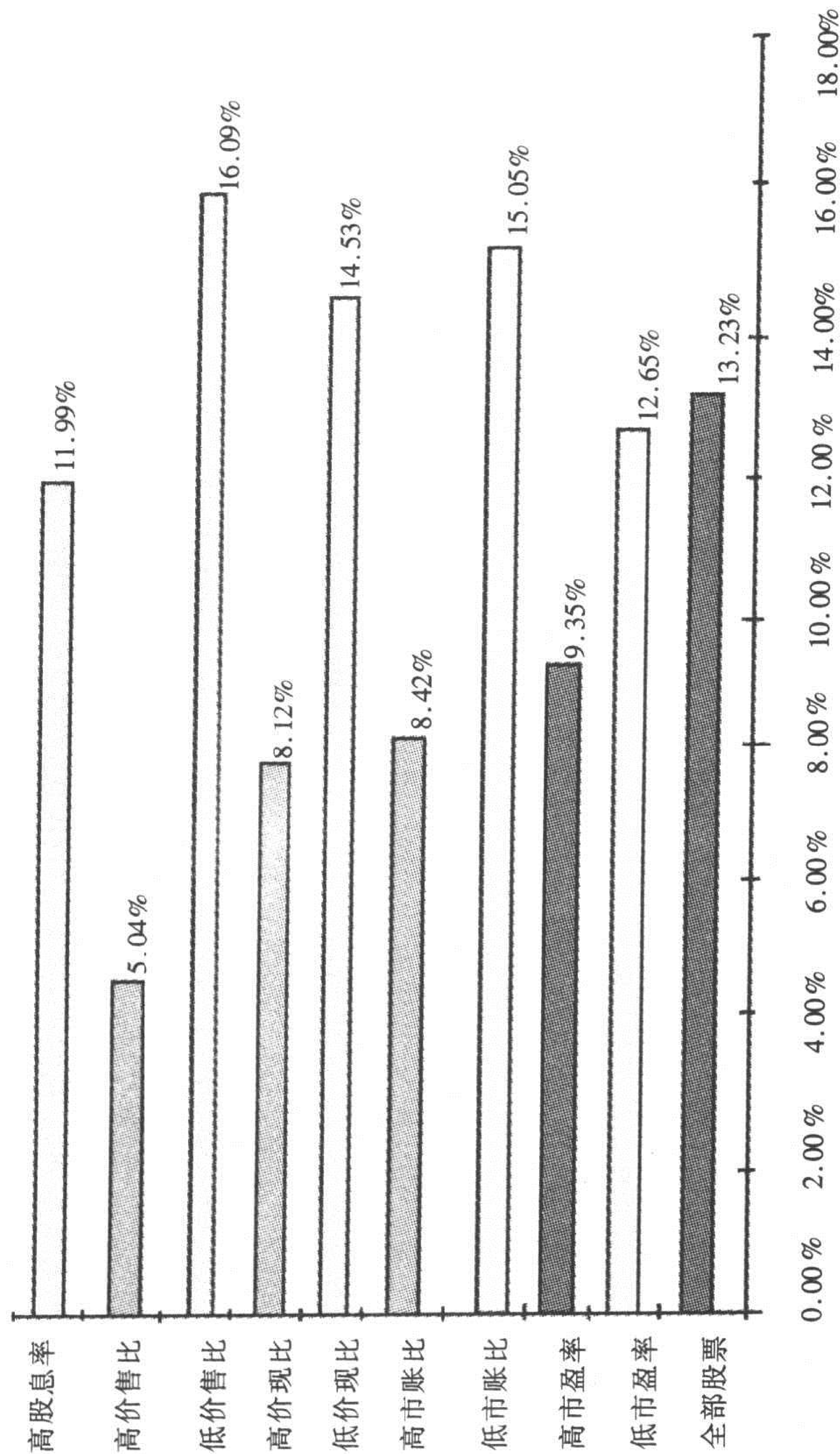


图 10-3 “全部股票”中各种投资策略的复合平均年度收益率，截止 1996 年 12 月 31 日的 45 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

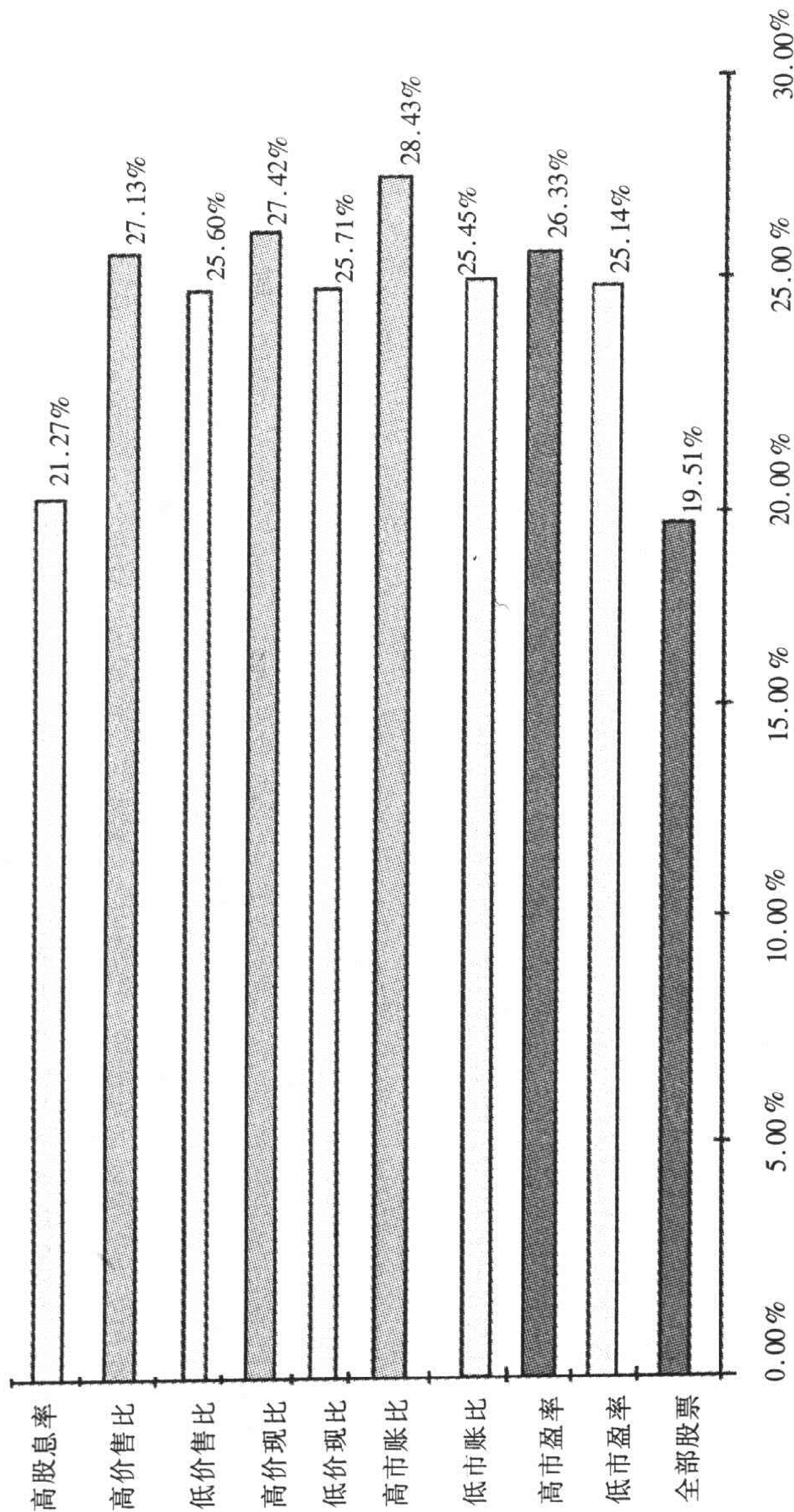


图 10－4 "全部股票"中各种投资策略的收益标准差，1951年～1996年（标准差越高风险越大）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具有高于“全部股票”总体水平的标准差，但高风险就等于高收益的原则并不一定总是正确的。如图 10－4 所示，高市盈率、高市账比、高价现比，以及高价售比组合的高风险并未得到补偿。事实上，上述每一种策略的收益均大大低于“全部股票”整体。投资10 000美元于价售比最低的 50 只股票，能获得8 252 734美元，并且收益标准差仅为 25.6%；而投资10 000美元于价售比最高的 50 只股票，仅能获得91 520美元，收益标准差却高达 27.13%。分组分析的结果与此类似：投资10 000美元于价售比最低的一组将增值为14 910 164美元，收益标准差 19.79%；而等额资金投资于价售比最高的一组，将仅增值为94 437美元，收益标准差却高达 22.73%。

承担风险值得吗

风险就像一个强大的天敌，随时将不良的投资策略剔除出去。在对风险进行调整之后，购买价售比最低的 50 只股票是惟一获得超过“全部股票”整体收益水平的策略。其他几种投资策略的表现也比较接近，例如低市账比策略的夏普指数与“全部股票”相等，均为 49，而低价现比策略的夏普指数紧跟其后，为 47。分组分析的结果显示，选择价值指标最低的一组进行投资，比仅限于价值指标最低的 50 只股票所能实现的夏普指数更高。例如，市账比最低的一组和价现比最低的一组的夏普指数均为 54，高于“全部股票”的相应水平 5 个点。

购买高市盈率、高市账比、高价现比或高价售比股票的投资策略，其风险调整收益水平极低。不论是 50 只股票组合分析，还是分组分析的结果，都说明了这一点。采用这类策略进行投资，就好像刚刚在一艘破烂不堪的船上度过了一个风雨交加的夜晚，又在靠岸之前触礁一样。

如果某种投资策略要求买入与市场平均水平具有重大差异的股票，在采用之前你必须*始终*将风险因素考虑在内。高风险并不总是意味着高收益。事实上，所有高风险的策略最终都会触礁的。

寻找表现稳定的策略

如果投资者无法始终一贯地遵循某种策略，它就不会具有多大价



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值，因此必须寻找在长期中表现稳定的策略。在十年滚动期中，所有我们已研究过的成功投资策略均有 50% 以上的时间实现了超过“全部股票”整体的收益；但五年滚动期的情况就比较复杂：如果买入市账比最低的 50 只股票，在***大部分***五年滚动期中该投资组合的收益低于“全部股票”整体。只有低价售比策略的表现具有足够的稳定性。从基本比率来看，所有的高价值指标策略表现均十分糟糕，投资者应予避免。表 10－1 显示了各年代的复合收益率数据。

表 10－1　各十年期复合年度收益率：“全部股票”样本组

投资组合	50 年代*	60 年代	70 年代	80 年代	90 年代**
“全部股票”	19.22%	11.09%	8.53%	15.85%	12.78%
市盈率最低的 50 只股票	21.84%	13.96%	8.89%	7.56%	13.58%
市盈率最高的 50 只股票	19.27%	10.96%	2.26%	7.99%	8.63%
市账比最低的 50 只股票	18.86%	11.49%	17.06%	13.15%	15.83%
市账比最高的 50 只股票	22.32%	13.13%	0.82%	1.97%	7.66%
价现比最低的 50 只股票	18.71%	15.41%	13.57%	12.53%	12.86%
价现比最高的 50 只股票	19.30%	8.02%	－3.03%	8.77%	12.03%
价售比最低的 50 只股票	20.85%	11.15%	14.80%	20.43%	13.80%
价售比最高的 50 只股票	14.96%	11.99%	5.82%	－2.02%	－5.49%
股息率最高的 50 只股票	20.29%	10.54%	6.55%	11.20%	14.06%

*　1952 年～1959 年间收益率。

**　1990 年～1996 年间收益率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

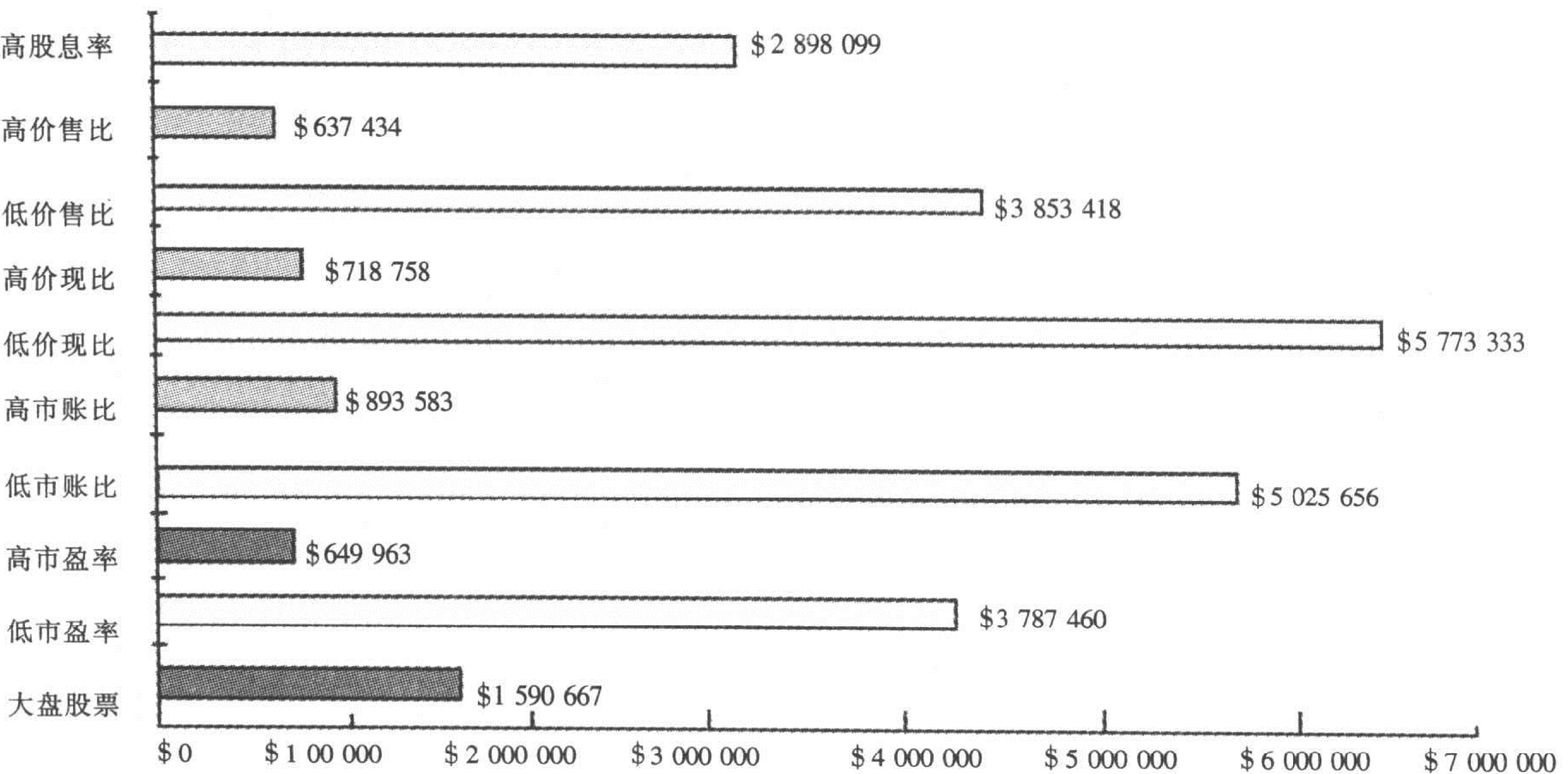


图 10-5 “大盘股票”中各种投资策略于 1996 年 12 月 31 日的价值，初始投资 10 000 美元，投资时间 1951 年 12 月 31 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

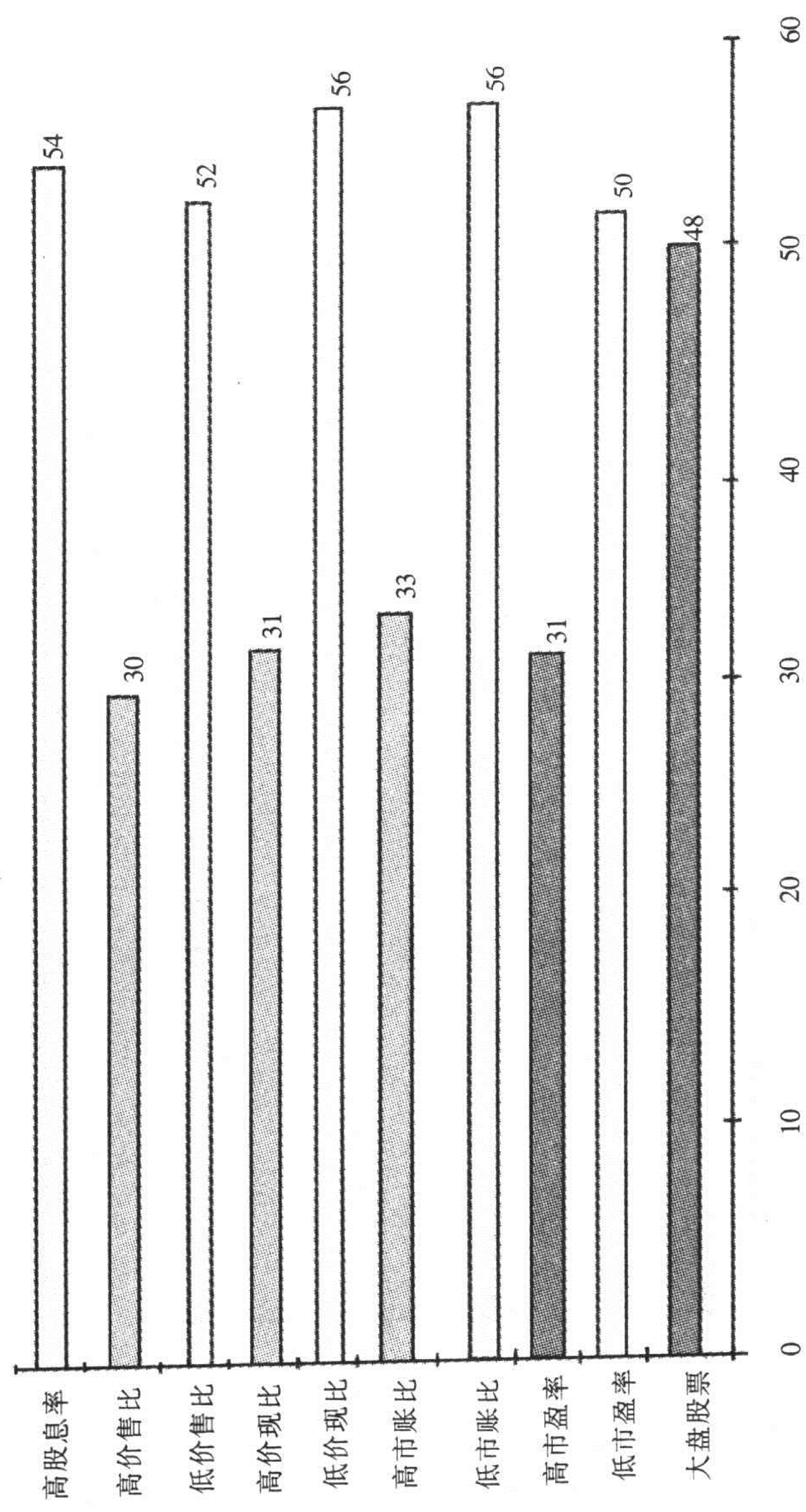


图 10－6 “大盘股票”中各种投资策略的夏普指数，1951年～1996年（指数值越高越好）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

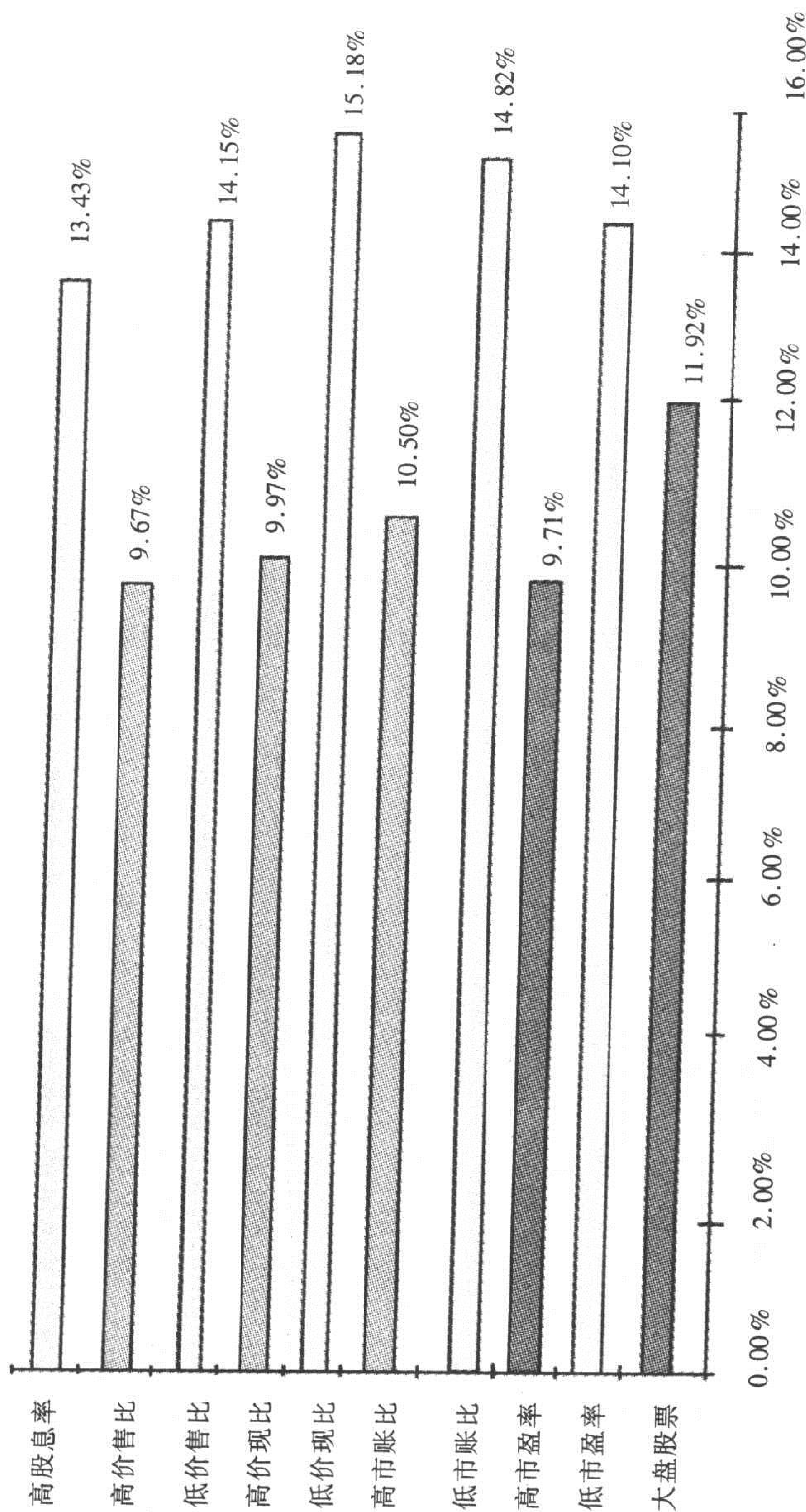


图 10－7 “大盘股票”中各种投资策略的复合平均年度收益率，截止 1996 年 12 月 31 日的 45 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

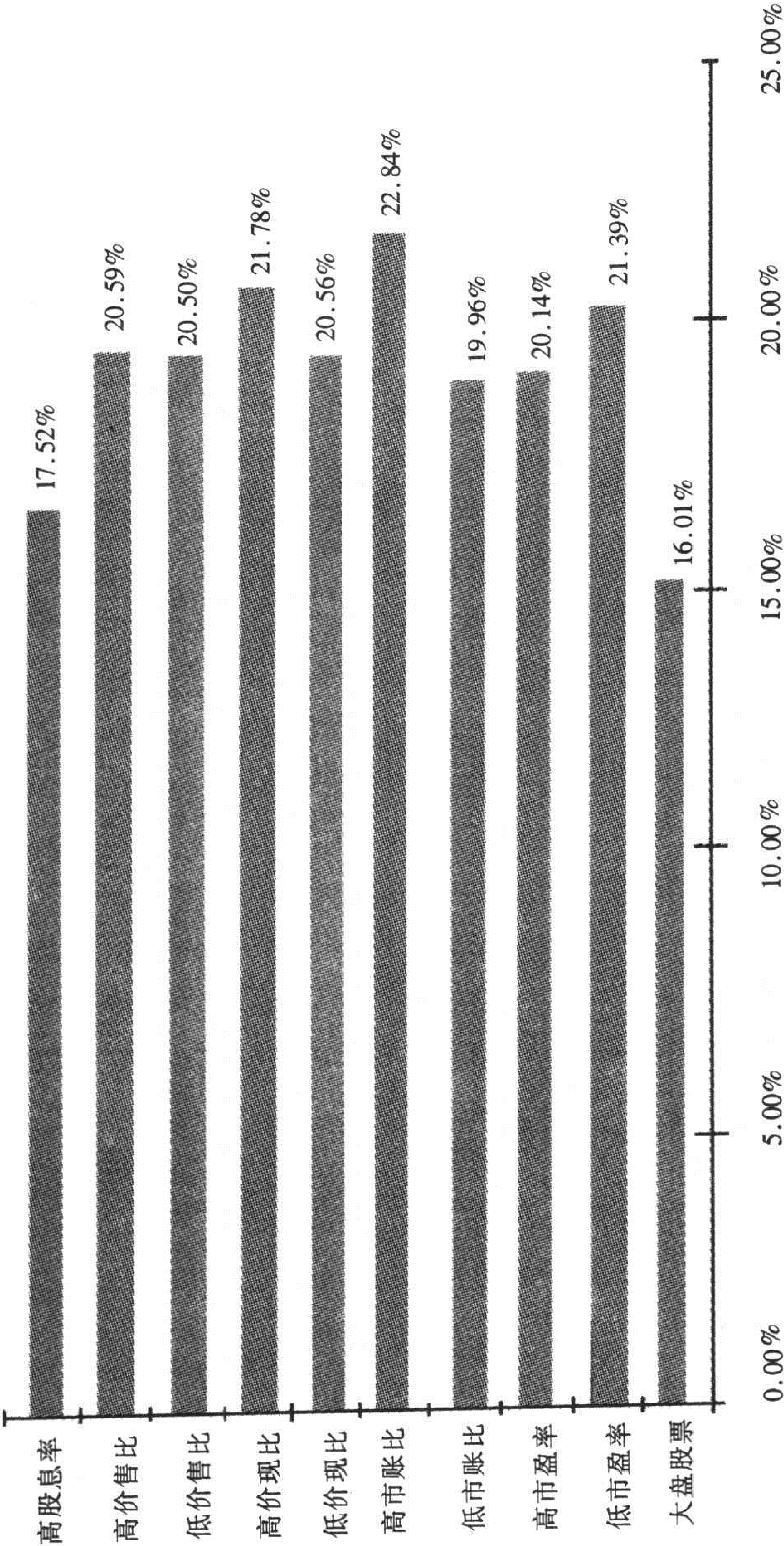


图 10－8 "大盘股票"中各种投资策略的收益标准差，1951 年～1996 年(标准差越高风险越大)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“大盘股票”的情况不同

“大盘股票”样本组的结果与“全部股票”基本类似，图 10－5 至图 10－8 显示了相应的结果。所有买入低价值指标股票的策略均实现了优于样本组总体的收益，而所有买入高价值指标股票的策略则大大低于总体收益水平。所有高价值指标策略——除高市盈率策略之外——均具有高于相应低价值指标策略的收益标准差，而收益则大大低于相应的低价值指标策略。但是，从绝对数字上说，“大盘股票”样本组的情况没有“全部股票”那么极端。对于“大盘股票”而言，最好的策略是买入价现比最低的 50 只股票，1951 年 12 月 31 日投资10 000美元于这一组合，至 1996 年底将增值为5 773 333美元。此外，高股息率及低市盈率股票的收益也高出“大盘股票”整体较多。图 10－5 显示了 1951 年 12 月 31 日投资10 000美元于各种投资策略所能获得的收益情况。

从基本比率来看，“大盘股票”各种投资策略的稳定性均高于“全部股票”的相应策略。在 36 个十年滚动期中，所有“大盘股票”的成功投资策略至少有 86％的时间实现了优于总体水平的收益，而所有高价值指标的策略则均在大部分时间获得了低于总体水平的收益，其中表现最优的也仅有 42％的时间收益超过总体水平。表 10－2 显示了各年代的复合收益率数据。

表 10－2　各十年期复合年度收益率：“大盘股票”样本组

投资组合	50 年代*	60 年代	70 年代	80 年代	90 年代**
“大盘股票”	15.33％	8.99％	6.99％	16.89％	12.61％
市盈率最低的 50 只股票	16.12％	11.14％	12.64％	16.19％	15.25％
市盈率最高的 50 只股票	14.77％	10.94％	0.93％	14.11％	9.21％
市账比最低的 50 只股票	15.41％	9.57％	13.95％	19.99％	15.85％
市账比最高的 50 只股票	16.55％	11.30％	－0.60％	14.40％	13.92％

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

投资组合	50 年代*	60 年代	70 年代	80 年代	90 年代**
价现比最低的 50 只股票	17.28%	10.36%	15.40%	17.31%	16.49%
价现比最高的 50 只股票	14.85%	12.35%	-1.85%	13.29%	14.53%
价售比最低的 50 只股票	16.39%	9.48%	10.90%	20.09%	14.84%
价售比最高的 50 只股票	13.21%	11.73%	3.23%	9.54%	12.50%
股息率最高的 50 只股票	15.20%	9.82%	11.44%	17.15%	13.65%

*　1952 年～1959 年间收益率。

**　1990 年～1996 年间收益率。

对投资者的启示

以价值指标为基础的投资策略是有效的，只要投资者耐心、一贯地遵循它们，而不论市场有何起伏，就一定能获得良好的回报。“大盘股票”样本组中，所有价值策略的绝对收益和风险调整收益均高于样本组总体水平，并且这一优越性在各个十年滚动期中，至少有 88% 的时间得以体现。这是了不起的成绩。分组分析的结果确认了我们从 50 只股票组合得出的结论，并且在“全部股票”样本组中，进一步将成功策略的范围扩大至低市盈率和高股息率策略。

在长期中，高价值指标策略（例如高市盈率、高市账比等）比较一贯地具有低于相应样本总体的收益水平。这一类策略的风险较高，而收益却较低。不论是 50 只股票组合分析还是分组分析，都得出了这样的结论。在一定的时期中，高价值指标策略确实获得了惊人的成功，从而使投资者以过高的价格买入具有诱人故事的“热门股”，但长期来看，这类策略的业绩始终令人失望。除非另有***非常充分***的战略理由或考虑，否则投资者应尽可能避免对具有各种高价值指标的股票进行投资。

现在让我们转向成长性指标的研究，看看在这方面是否存在某种投资策略，能够补偿高价值指标股票的糟糕表现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

One-Year Earnings-Per-Share Percentage Changes: Do High Earnings Gains Mean High Performance

11

一年期每股盈利百分比变动：高盈利是否意味着高收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

真正有危害的，不是人们知道会造成危害的事物，而是我们不知道可能会造成危害的那些东西。

——阿特穆斯·沃德

现在让我们来看一看通常与成长性投资相关的一些因素。一般来说，侧重价值的投资者欢迎*低*的指标，而侧重成长性的投资者则欢迎*高*的指标。成长性投资者寻求高的盈利增长和销售额增长，以期类似的高速增长在未来能够继续。这类投资者通常不在意某只股票是否具有较高的市盈率。他们的道理是，即使短期内存在价格高估现象，高成长性的公司也能够通过增长使价格回归于价值。成长性投资者常常愿意支付很高的价格购买一年期盈利增长迅速的股票。

遗憾的是，COMPUWTAT 数据库缺乏长期的盈利预测数据。许多成长性投资者在选择股票时大量使用盈利预测报告，因此数据问题在一定程度上限制了我们进行长期检验的能力。但是，根据一些研究的发现，盈利预测数据是相当不可靠的。在《福布斯》杂志（Forbes）1993 年 10 月 11 日的一期上，大卫·德莱曼（David Dreman）介绍了一个研究，该研究的对象是67 375位分析师在 1973 年至 1990 年间对纽约股票交易所和美国股票交易所上市公司所作的季度预测数据。研究的结论是，分析师的平均预测误差高达 40%，并且在三分之二的时间中，分析师的估计具有误导性（即偏离真实值 10% 以上）。在我们的检验中，我们将把*实际*盈利变动、而不是盈利预测作为研究对象。

检验一年期盈利变动

我们来看一看“全部股票”及“大盘股票”样本组中一年期盈利百分比增长最快和最慢的 50 只股票。为使排序平滑，我们去除一年期盈利由正值变为负值的股票。此外，由于时滞方面的限制，我们必须从 1952 年底的数据开始检验。在将检验结果与其他投资策略相比较时，请

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

记住1952年未被包括在内。分组分析的情况与此类似,其中第一组为一年期盈利百分比增长最快的一组,而第十组则为盈利增长最慢的一组。

首先，研究“全部股票”中一年期每股盈利百分比增长最快的50只股票。与其他检验一样，我们从10 000美元的投资开始，并且每年按盈利情况对组合进行调整。如表11-1和表11-2所示，投资于一年期盈利增长最快的股票，有些“马后炮”的味道：1952年12月31日投资10 000美元于“全部股票”中一年期盈利增长最快的50只股票，至1996年底将增值为1 292 138美元，比等额资金投资于“全部股票”整体所能获得的价值2 481 517美元低1 189 379美元。此外，一年期盈利增长最快的50只股票具有高出整体水平较多的风险——其收益标准差为27%，而“全部股票”整体的标准差仅为19.7%。当然，高盈利增长策略在一定的时期中也有过辉煌的表现。1962年12月31日至1967年12月31日之间，该策略的收益几乎2倍于“全部股票”的总体收益，令10 000美元的初始投资增值为38 546美元。在1976年至1980年间该策略也有过良好的表现，但它缺乏长期的稳定性。在上述两个阶段之后，高盈利增长策略的收益即大大低于“全部股票”总体。表11-3显示，从各收益期限来看，高盈利增长策略的收益均低于总体水平。

“大盘股票”的一年期高盈利增长策略表现更糟

“大盘股票”中一年期每股盈利百分比增长最快的50只股票，表现更加糟糕。在这里，1952年12月31日投资的10 000美元，至1996年底将增值为567 407美元，复合收益率9.61%。这比等额资金投资于“大盘股票”整体所能获得的价值1 455 322美元低一半还多，后者的复合收益率为11.98%。此外，高盈利增长策略的夏普指数仅为28，而“大盘股票”整体的水平为45。表11-4、表11-5和表11-6概括了检验结果。高盈利增长策略各收益期限的基本比率均低于50%，在所有的十年滚动期中，该策略的收益仅有11%的时间超过了总体水平。

数据显示，买入一年期盈利增长最快股票的策略几乎很少能够实现优于市场总体的收益，这可能是因为过高的期望值很难实现。投资者们为过去的高盈利增长所吸引，将股票的价格推至难以维持的高位，一旦高速的盈利增长不再继续，投资者又会由于失望而大量抛出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 11-1 年度收益对比

年度（截止以下日期的一年）	"全部股票"	"全部股票"中一年期盈利增长最快的 50 只股票	相对收益：一年期盈利增长最快的 50 只股票
1953 年 12 月 31 日	2.90%	-3.80%	-6.70%
1954 年 12 月 31 日	47.00%	65.70%	18.70%
1955 年 12 月 31 日	20.70%	20.00%	-0.70%
1956 年 12 月 31 日	17.00%	17.50%	0.50%
1957 年 12 月 31 日	-7.10%	-20.80%	-13.70%
1958 年 12 月 31 日	55.00%	69.60%	14.60%
1959 年 12 月 31 日	23.00%	28.20%	5.20%
1960 年 12 月 31 日	6.10%	3.10%	-3.00%
1961 年 12 月 31 日	31.20%	21.30%	-9.90%
1962 年 12 月 31 日	-12.00%	-17.80%	-5.80%
1963 年 12 月 31 日	18.00%	31.19%	13.19%
1964 年 12 月 31 日	16.30%	23.40%	7.10%
1965 年 12 月 31 日	22.60%	35.20%	12.60%
1966 年 12 月 31 日	-5.20%	-2.70%	2.50%
1967 年 12 月 31 日	41.10%	81.00%	39.90%
1968 年 12 月 31 日	27.40%	18.80%	-8.60%
1969 年 12 月 31 日	-18.50%	-30.90%	-12.40%
1970 年 12 月 31 日	-5.80%	-28.00%	-22.20%
1971 年 12 月 31 日	21.30%	30.00%	8.70%
1972 年 12 月 31 日	11.00%	13.20%	2.20%
1973 年 12 月 31 日	-27.20%	-32.00%	-4.80%
1974 年 12 月 31 日	-27.90%	-28.90%	-1.00%
1975 年 12 月 31 日	55.90%	53.40%	-2.50%
1976 年 12 月 31 日	35.60%	39.70%	4.10%
1977 年 12 月 31 日	6.90%	17.70%	10.80%
1978 年 12 月 31 日	12.20%	15.30%	3.10%
1979 年 12 月 31 日	34.30%	50.70%	16.40%
1980 年 12 月 31 日	31.50%	53.80%	22.30%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	“全部股票”	“全部股票”中一年期盈利增长最快的 50 只股票	相对收益：一年期盈利增长最快的 50 只股票
1981 年 12 月 31 日	1.70%	-23.20%	-24.90%
1982 年 12 月 31 日	22.50%	3.40%	-19.10%
1983 年 12 月 31 日	28.10%	22.00%	-6.10%
1984 年 12 月 31 日	-3.40%	-7.40%	-4.00%
1985 年 12 月 31 日	30.80%	13.80%	-17.00%
1986 年 12 月 31 日	13.10%	7.70%	-5.40%
1987 年 12 月 31 日	-1.30%	-1.10%	0.20%
1988 年 12 月 31 日	21.20%	17.50%	-3.70%
1989 年 12 月 31 日	21.40%	16.90%	-4.50%
1990 年 12 月 31 日	-13.80%	-17.40%	-3.60%
1991 年 12 月 31 日	39.80%	37.20%	-2.60%
1992 年 12 月 31 日	13.80%	12.50%	-1.30%
1993 年 12 月 31 日	16.60%	19.30%	2.70%
1994 年 12 月 31 日	-3.40%	-7.70%	-4.30%
1995 年 12 月 31 日	27.00%	29.80%	2.80%
1996 年 12 月 31 日	18.30%	9.20%	-9.10%
算术平均数	15.13%	14.92%	-0.21%
标准差	19.70%	27.00%	7.30%

表 11-2　　收益率情况概述*

	“全部股票”	“全部股票”中一年期盈利增长最快的 50 只股票
算述平均数	15.13%	14.92%
收益标准差	19.70%	27.00%
夏普风险调整指数	47.00	34.00
3 年期复合收益率	13.22%	9.37%
5 年期复合收益率	14.00%	11.92%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	“全部股票”	“全部股票”中一年期盈利增长最快的 50 只股票
10 年期复合收益率	12.92%	10.46%
15 年期复合收益率	14.44%	9.44%
20 年期复合收益率	14.97%	11.82%
25 年期复合收益率	12.74%	10.05%
30 年期复合收益率	12.43%	9.51%
35 年期复合收益率	11.64%	9.84%
40 年期复合收益率	12.62%	10.66%
年度复合收益率	13.35%	11.68%
10 000 美元增值为	$2 481 516.93	$1 292 137.70
最高年度收益	55.90%	81.00%
最低年度收益	-27.90%	-32.00%
最高年度预期收益**	54.52%	68.91%
最低年度预期收益***	-24.27%	-39.08%

* 时间：1952 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。

** 最高年度预期收益为平均收益率加 2 个收益标准差。

*** 最低年度预期收益为平均收益率减 2 个收益标准差。

表 11-3 “全部股票”及“全部股票”中一年期盈利增长最快的 50 只股票的基本比例*

项目	50 只一年期盈利高增长股票超过“全部股票”的时期数	比例
年度收益率	44 期中的 19 期	43.00%
五年滚动期复合收益率	41 期中的 11 期	28.00%
十年滚动期复合收益率	36 期中的 10 期	29.00%

* 时间：1952 年～1996 年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 11-4 年度收益对比

年度（截止以下日期的一年）	“大盘股票”	“大盘股票”中一年期盈利增长最快的 50 只股票	相对收益：一年期盈利增长最快的 50 只股票
1953 年 12 月 31 日	2.30%	-4.40%	-6.70%
1954 年 12 月 31 日	44.90%	48.10%	3.20%
1955 年 12 月 31 日	21.20%	28.40%	7.20%
1956 年 12 月 31 日	9.60%	8.50%	-1.10%
1957 年 12 月 31 日	-6.90%	-13.90%	-7.00%
1958 年 12 月 31 日	42.10%	41.40%	-0.70%
1959 年 12 月 31 日	9.90%	11.10%	1.20%
1960 年 12 月 31 日	4.80%	15.10%	10.30%
1961 年 12 月 31 日	27.50%	16.50%	-11.00%
1962 年 12 月 31 日	-8.90%	-14.60%	-5.70%
1963 年 12 月 31 日	19.50%	22.70%	3.20%
1964 年 12 月 31 日	15.30%	15.30%	0.00%
1965 年 12 月 31 日	16.20%	26.70%	10.50%
1966 年 12 月 31 日	-4.90%	-5.00%	-0.10%
1967 年 12 月 31 日	21.30%	29.60%	8.30%
1968 年 12 月 31 日	16.80%	9.00%	-7.80%
1969 年 12 月 31 日	-9.90%	-5.60%	4.30%
1970 年 12 月 31 日	-0.20%	-12.10%	-11.90%
1971 年 12 月 31 日	17.30%	20.50%	3.20%
1972 年 12 月 31 日	14.90%	11.00%	-3.90%
1973 年 12 月 31 日	-18.90%	-31.60%	-12.70%
1974 年 12 月 31 日	-26.70%	-31.80%	-5.10%
1975 年 12 月 31 日	43.10%	37.80%	-5.30%
1976 年 12 月 31 日	28.00%	32.30%	4.30%
1977 年 12 月 31 日	-2.50%	-7.50%	-5.00%
1978 年 12 月 31 日	8.10%	18.20%	10.10%
1979 年 12 月 31 日	27.30%	37.10%	9.80%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	“大盘股票”	“大盘股票”中一年期盈利增长最快的 50 只股票	相对收益：一年期盈利增长最快的 50 只股票
1980 年 12 月 31 日	30.80%	42.00%	11.20%
1981 年 12 月 31 日	0.60%	−18.20%	−18.80%
1982 年 12 月 31 日	19.90%	1.70%	−18.20%
1983 年 12 月 31 日	23.80%	21.60%	−2.20%
1984 年 12 月 31 日	−0.40%	−11.80%	−11.40%
1985 年 12 月 31 日	19.50%	27.00%	−7.50%
1986 年 12 月 31 日	32.20%	12.20%	−20.00%
1987 年 12 月 31 日	3.30%	−5.40%	−8.70%
1988 年 12 月 31 日	19.00%	17.60%	−1.40%
1989 年 12 月 31 日	26.00%	21.50%	−4.50%
1990 年 12 月 31 日	−8.70%	−9.20%	−0.50%
1991 年 12 月 31 日	33.00%	32.10%	−0.90%
1992 年 12 月 31 日	8.70%	9.30%	0.60%
1993 年 12 月 31 日	16.30%	19.80%	3.50%
1994 年 12 月 31 日	−1.90%	−1.50%	0.40%
1995 年 12 月 31 日	28.50%	25.80%	−2.70%
1996 年 12 月 31 日	18.70%	14.90%	−3.80%
算术平均数	13.19%	11.41%	−1.78%
标准差	16.18%	19.36%	3.19%

表 11－5 收益率情况概述*

	“大盘股票”	“大盘股票”中一年期盈利增长最快的 50 只股票
算术平均数	13.19%	10.99%
收益标准差	16.18%	19.68%
夏普风险调整指数	45.00	28.00

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	“大盘股票”	“大盘股票”中一年期盈利增长最快的 50 只股票
3 年期复合收益率	14.38%	12.50%
5 年期复合收益率	13.60%	13.27%
10 年期复合收益率	13.53%	11.70%
15 年期复合收益率	15.16%	10.86%
20 年期复合收益率	14.37%	11.08%
25 年期复合收益率	12.34%	8.52%
30 年期复合收益率	11.67%	8.29%
35 年期复合收益率	10.96%	8.22%
40 年期复合收益率	11.36%	8.76%
年度复合收益率	11.98%	9.61%
10 000 美元增值为	$ 1 455 322.08	$ 567 407.09
最高年度收益	44.90%	48.10%
最低年度收益	-26.70%	-31.80%
最高年度预期收益**	45.55%	50.36%
最低年度预期收益***	-19.16%	-28.38%

* 时间：1952 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。

** 最高年度预期收益为平均收益率加 2 个收益标准差。

*** 最低年度预期收益为平均收益率减 2 个收益标准差。

表 11-6 “大盘股票”及“大盘股票”中一年期盈利增长最快的 50 只股票的基本比例*

项目	50 只一年期盈利高增长股票超过“大盘股票”的时期数	比例
年度收益率	44 期中的 18 期	41.00%
五年滚动期复合收益率	41 期中的 9 期	23.00%
十年滚动期复合收益率	36 期中的 4 期	11.00%

* 时间：1952 年～1996 年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买入一年期盈利增长最慢的股票

也许买入一年期盈利增长***最慢***的 50 只股票，你能获得的收益反而比较高。至少，对于这类股票的期望值是比较低的。请记住，我们所研究的股票都具有正的盈利，因此对于这些一年期盈利增长最慢的股票而言，它们虽然不亏损，却一定已经经历了较严重的盈利下跌。

1952 年 12 月 31 日投资10 000美元于“全部股票”中一年期盈利增长最慢的 50 只股票，至 1996 年底增值为1 486 429美元。这一水平高于买入一年期盈利增长***最快***的 50 只股票所能获得的收益，但仍然低于投资“全部股票”所能获得的2 481 517美元。低盈利增长策略的收益标准差较低，为 24.12%，但仍然高于“全部股票”整体 19.07% 的水平。表 11－7 概括了检验结果。

“大盘股票”的一年期盈利低增长组合表现较好

如果投资10 000美元于“大盘股票”中一年期盈利增长最慢的 50 只股票，至 1996 年底将增值为1 398 514美元，复合收益为 11.88%。这实际上超过了“大盘股票”的整体水平：1952 年 12 月 31 日如投资10 000美元于“大盘股票”整体，至期末价值1 455 322美元，复合收益率 11.98%。低盈利增长策略与“大盘股票”整体的夏普指数几乎完全一致，前者为 43，后者为 45。表 11－8 至表 11－12 概括了检验的结果。

表 11－13 列出了“全部股票”和“大盘股票”在各年代的复合收益率。图 11－1 至图 11－4 则以图形形式说明了检验结果。

平均分组分析

分组分析的结论是，一年期盈利增长并非选择股票的良好标准。表 11－14 和表 11－15 列出了分组分析的结果。与我们在 50 只股票组合分析中发现的一样，一年期盈利高增长的股票并非良好的投资对象，其原因可能是，投资者对此类股票的盈利增长具有不切实际的期望，从而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

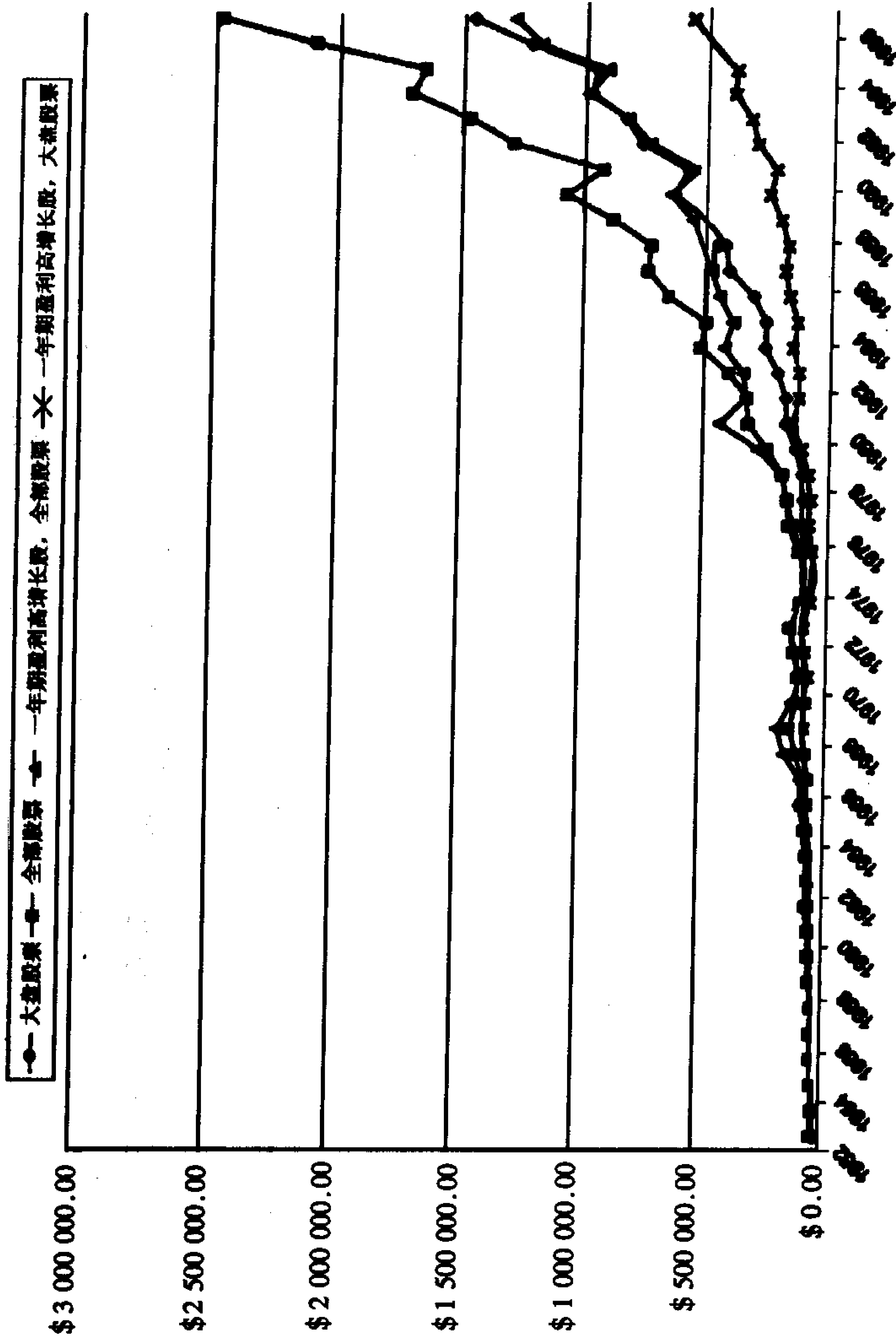


图 11－1 一年期盈利高增长股票收益与“全部股票”和“大盘股票”的收益对比，1951年～1996年，1952年底=10 000美元

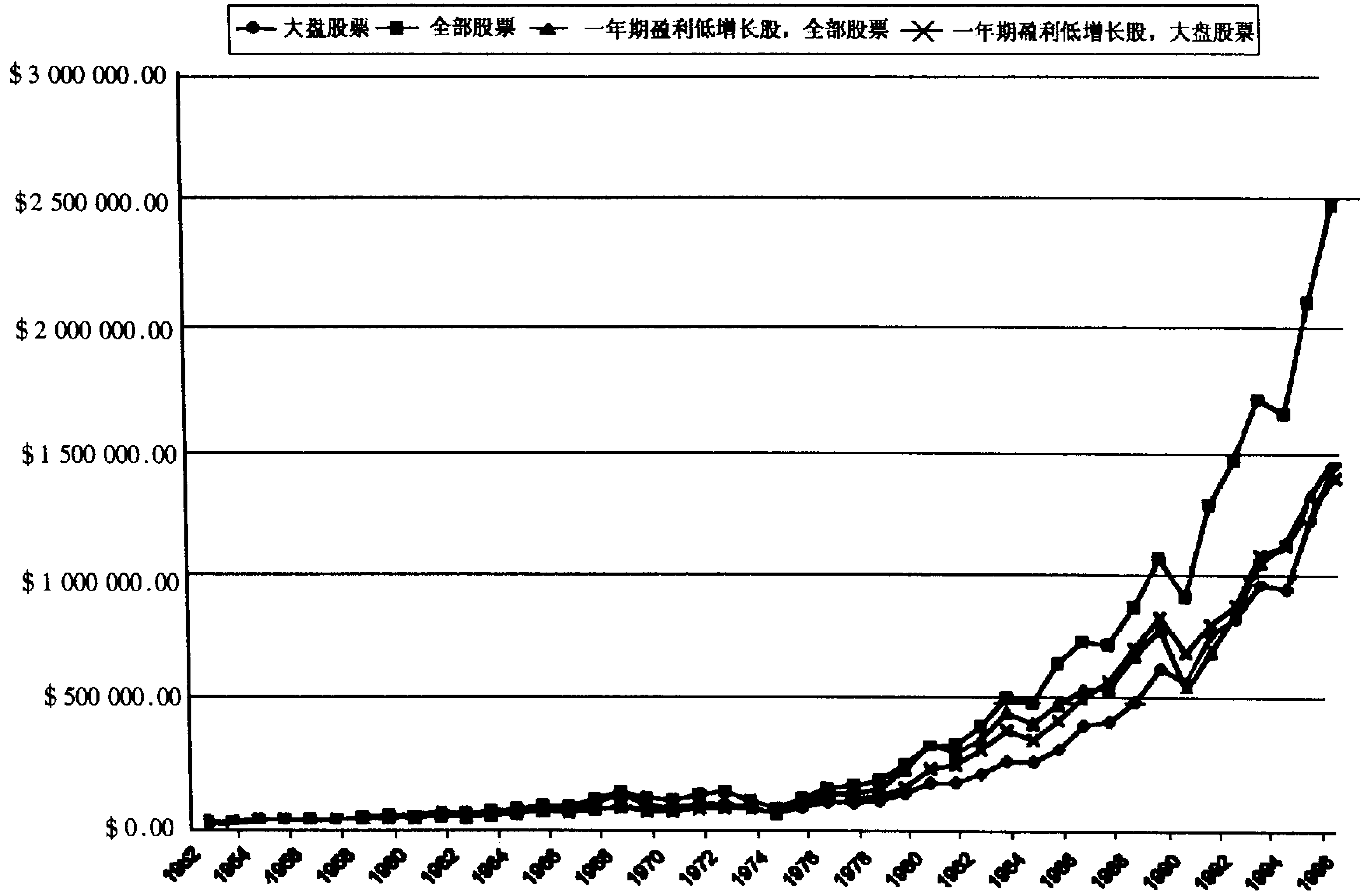


图 11－2　一年期盈利低增长股票收益与“全部股票”和“大盘股票”收益的对比，1952年～1996年，1952年底＝10 000美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

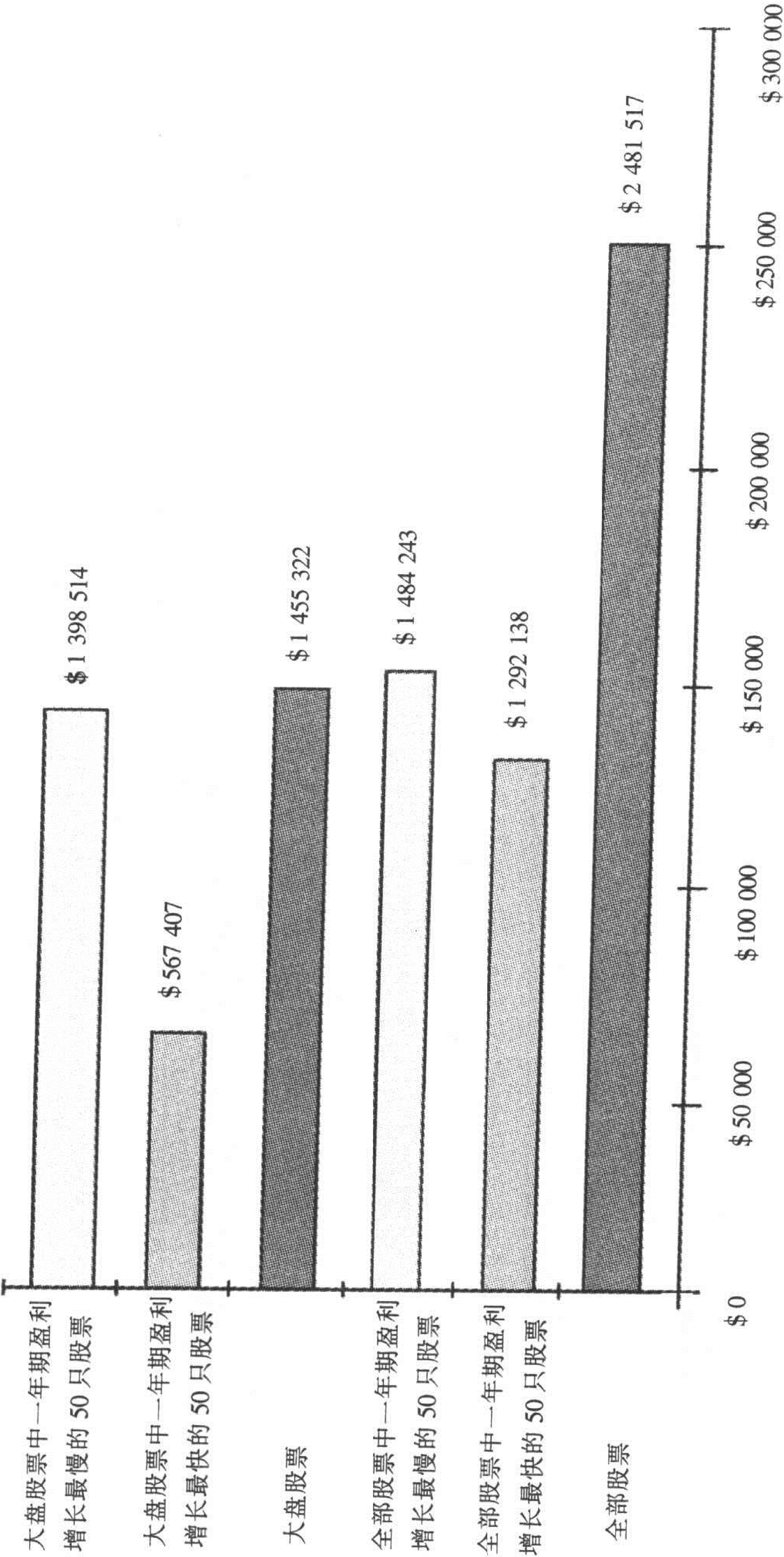


图 11－3　1952 年 12 月 31 日投资 10 000 美元于 1996 年 12 月 31 日的价值（每年按一年期盈利增长调整各组成分股）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

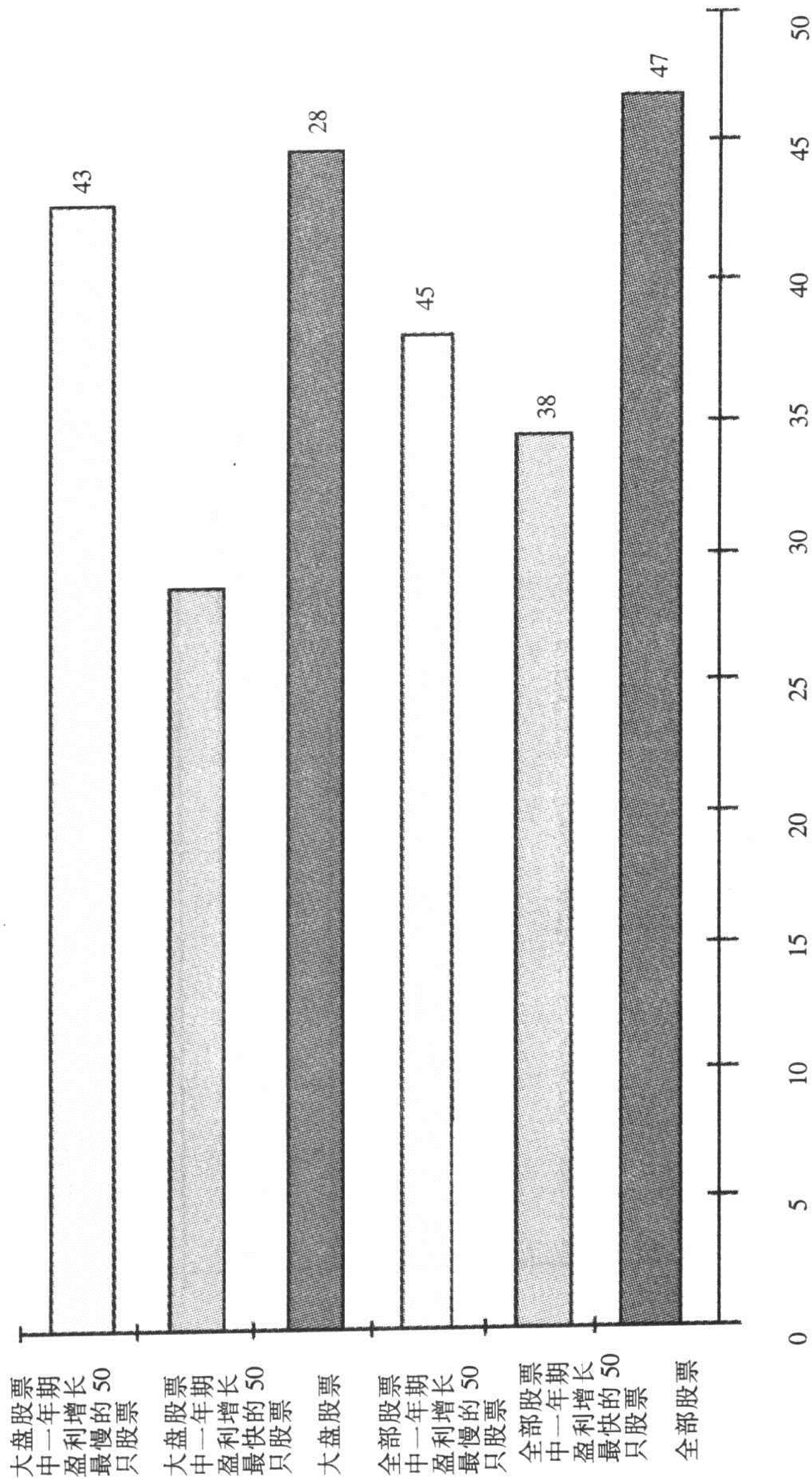


图 11-4　夏普风险调整收益指数，1952 年～1996 年（指数越高越好）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

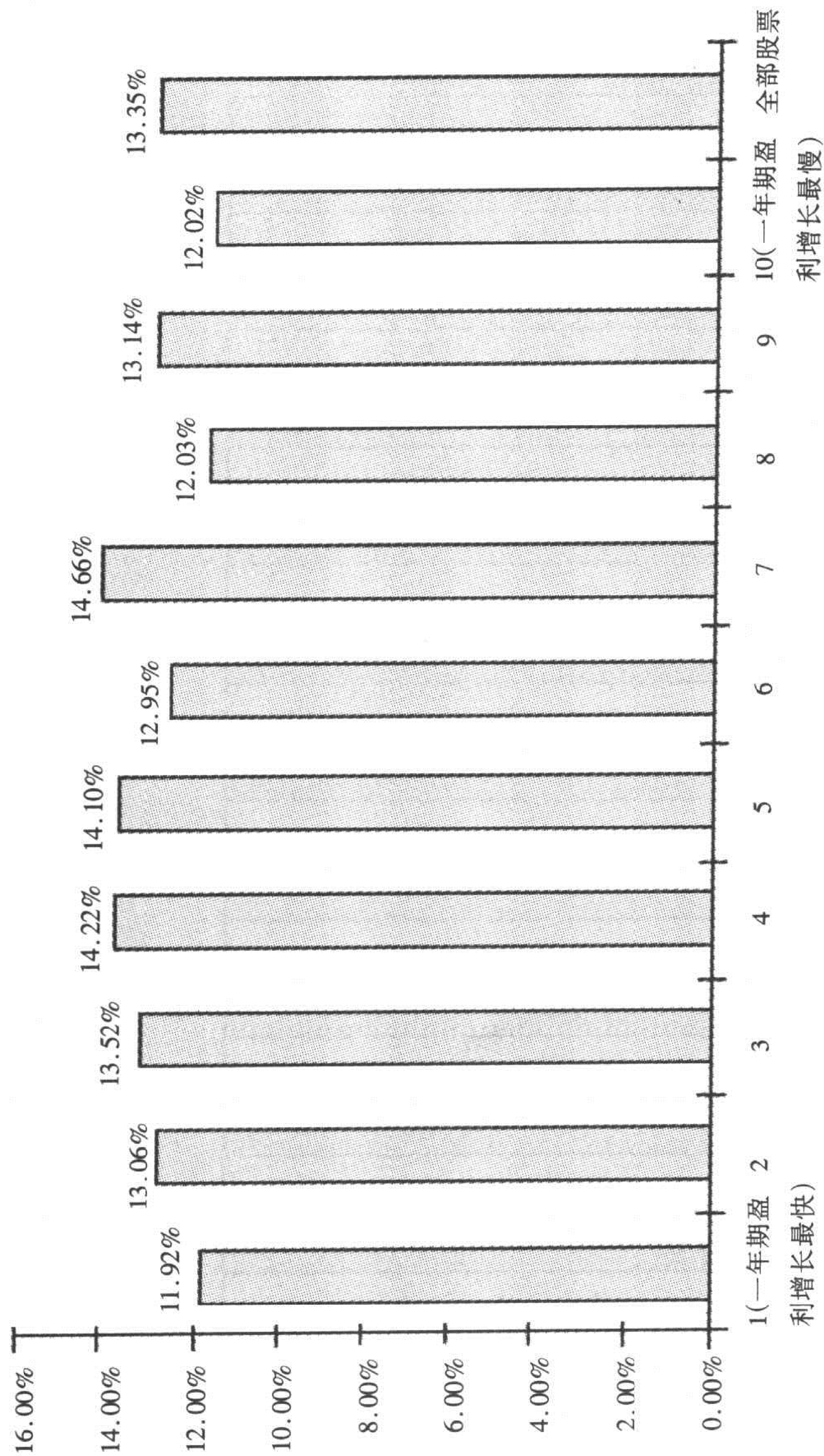


图 11-5 按一年期盈利增长平均分组后各组以及“全部股票”样本组的复合收益率，1952 年~1996 年



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

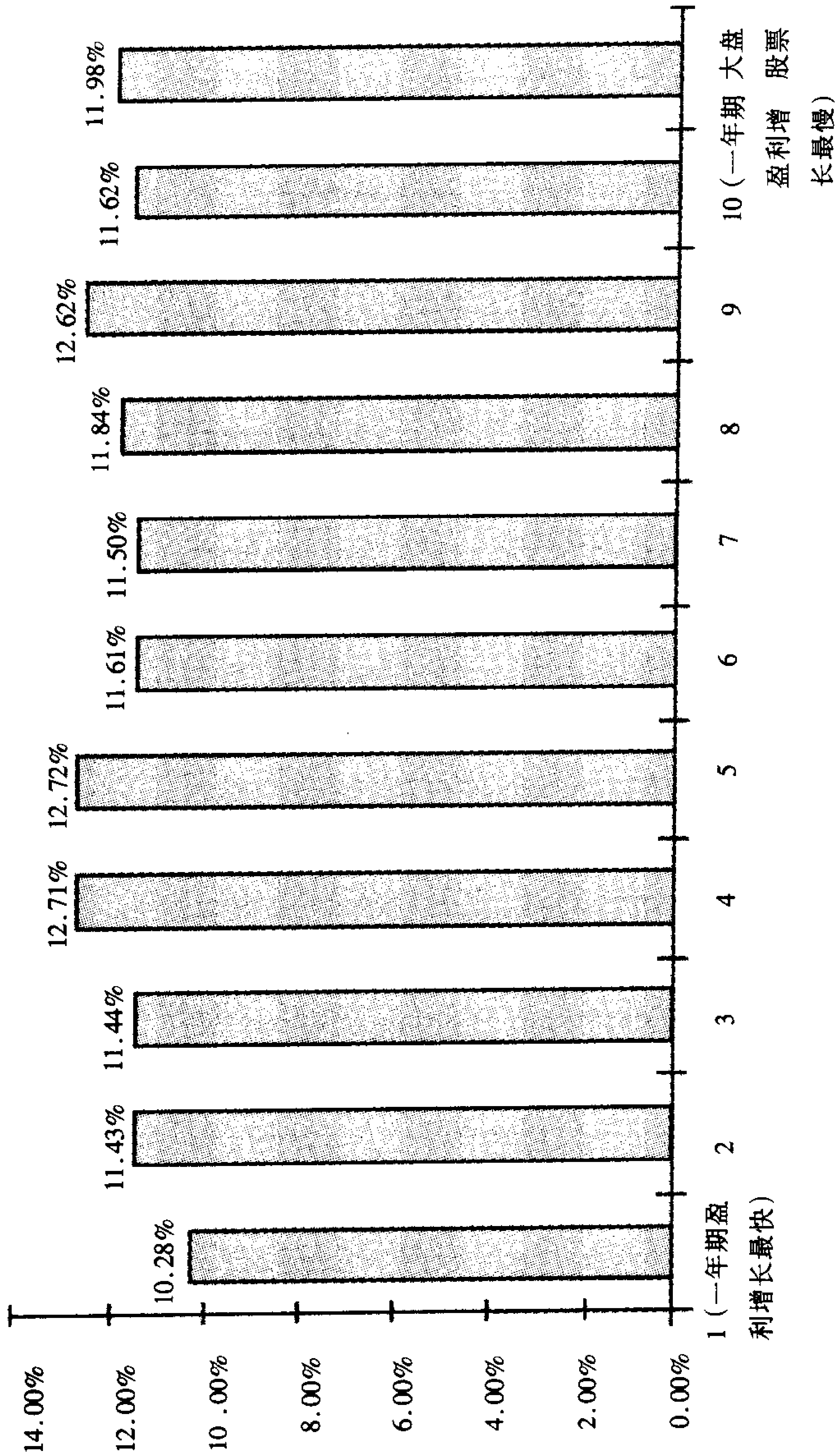


图 11-6 按一年期盈利增长平均分组后各组以及“大盘股票”样本组的复合收益率，1952 年～1996 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将其市盈率和价售比推至高位。

总而言之，分组分析的结果确认了50只股票组合的分析结论，即一年期盈利增长速度不是选股的可靠标准。图11－5和图11－6概括了分组分析的结论。

对投资者的启示

仅仅因为过去的高速盈利增长而买入某只股票，这是不明智的做法。由于投资者常常假设，已实现一年期盈利快速增长的股票在未来很长时间中仍将保持这一盈利增长速度，他们容易持有过高的期望。很有趣的一点是，一年期盈利增长最快的股票几乎总是市盈率最高的股票，而后者常常预示着不良的收益。在以后的几章中，我们将看到，盈利增长***良好***并且价格保持强劲上扬势头的股票，将实现很好的收益，但就目前来说，请记住，不要仅仅因为某只股票具有很高的一年期盈利增长速度，就将其买入。

从另一方面来说，买入一年期盈利增长最慢的股票也无法使收益情况出现多么巨大的改善，它们的收益略微高于一年期盈利增长最快的股票，但并无令人信服的理论支持买入这类股票。历史数据说明，投资者不应把一年期盈利增长的快慢作为选择股票的依据。

表11－7 年度收益对比

年度（截止以下日期的一年）	“全部股票”	“全部股票”中一年期盈利增长最慢的50只股票	相对收益：一年期盈利增长最慢的50只股票
1953年12月31日	2.90%	－2.80%	－5.70%
1954年12月31日	47.00%	47.90%	0.90%
1955年12月31日	20.70%	26.40%	5.70%
1956年12月31日	17.00%	14.50%	－2.50%
1957年12月31日	－7.10%	－12.40%	－5.30%
1958年12月31日	55.00%	60.10%	5.10%
1959年12月31日	23.00%	16.20%	－6.80%
1960年12月31日	6.10%	－16.00%	－22.10%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	“全部股票”	“全部股票”中一年期盈利增长最慢的 50 只股票	相对收益：一年期盈利增长最慢的 50 只股票
1961 年 12 月 31 日	31.20%	25.00%	-6.20%
1962 年 12 月 31 日	-12.00%	-9.90%	2.10%
1963 年 12 月 31 日	18.00%	23.90%	5.90%
1964 年 12 月 31 日	16.30%	22.60%	6.30%
1965 年 12 月 31 日	22.60%	45.00%	22.40%
1966 年 12 月 31 日	-5.20%	-9.10%	-3.90%
1967 年 12 月 31 日	41.10%	39.10%	-2.00%
1968 年 12 月 31 日	27.40%	37.30%	9.90%
1969 年 12 月 31 日	-18.50%	-32.00%	-13.50%
1970 年 12 月 31 日	-5.80%	-16.00%	-10.20%
1971 年 12 月 31 日	21.30%	26.20%	4.90%
1972 年 12 月 31 日	11.00%	0.60%	-10.40%
1973 年 12 月 31 日	-27.20%	-15.70%	11.50%
1974 年 12 月 31 日	-27.90%	-26.50%	1.40%
1975 年 12 月 31 日	55.90%	58.90%	3.00%
1976 年 12 月 31 日	35.60%	47.10%	11.50%
1977 年 12 月 31 日	6.90%	4.10%	-2.80%
1978 年 12 月 31 日	12.20%	9.90%	-2.30%
1979 年 12 月 31 日	34.30%	52.80%	18.50%
1980 年 12 月 31 日	31.50%	45.40%	13.90%
1981 年 12 月 31 日	1.70%	-10.50%	-12.20%
1982 年 12 月 31 日	22.50%	19.40%	-3.10%
1983 年 12 月 31 日	28.10%	30.90%	2.80%
1984 年 12 月 31 日	-3.40%	-9.40%	-6.00%
1985 年 12 月 31 日	30.80%	18.60%	-12.20%
1986 年 12 月 31 日	13.10%	11.70%	-1.40%
1987 年 12 月 31 日	-1.30%	0.90%	2.20%
1988 年 12 月 31 日	21.20%	23.30%	2.10%
1989 年 12 月 31 日	21.40%	15.10%	-6.30%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	“全部股票”	“全部股票”中一年期盈利增长最慢的 50 只股票	相对收益：一年期盈利增长最慢的 50 只股票
1990 年 12 月 31 日	-13.80%	-29.70%	-15.90%
1991 年 12 月 31 日	39.80%	26.60%	-13.20%
1992 年 12 月 31 日	13.80%	22.60%	8.80%
1993 年 12 月 31 日	16.60%	23.20%	6.60%
1994 年 12 月 31 日	-3.40%	7.20%	10.60%
1995 年 12 月 31 日	27.00%	17.20%	-9.80%
1996 年 12 月 31 日	18.30%	11.80%	-6.50%
算术平均数	15.13%	14.58%	-0.55%
标准差	19.70%	23.57%	3.88%

表 11-8 年度收益对比

年度（截止以下日期的一年）	“大盘股票”	“大盘股票”中一年期盈利增长最慢的 50 只股票	相对收益：一年期盈利增长最慢的 50 只股票
1953 年 12 月 31 日	2.30%	0.026 0	0.30%
1954 年 12 月 31 日	44.90%	0.532 0	8.30%
1955 年 12 月 31 日	21.20%	0.202 0	-1.00%
1956 年 12 月 31 日	9.60%	0.131 0	3.50%
1957 年 12 月 31 日	-6.90%	-0.074 0	-0.50%
1958 年 12 月 31 日	42.10%	0.449 0	2.80%
1959 年 12 月 31 日	9.90%	0.140 0	4.10%
1960 年 12 月 31 日	4.80%	-0.111 0	-15.90%
1961 年 12 月 31 日	27.50%	0.277 0	0.20%
1962 年 12 月 31 日	-8.90%	-0.124 0	-3.50%
1963 年 12 月 31 日	19.50%	0.242 0	4.70%
1964 年 12 月 31 日	15.30%	0.159 0	0.60%
1965 年 12 月 31 日	16.20%	0.218 0	5.60%



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	"大盘股票"	"大盘股票"中一年期盈利增长最慢的 50 只股票	相对收益：一年期盈利增长最慢的 50 只股票
1966 年 12 月 31 日	−4.90%	−0.070 0	−2.10%
1967 年 12 月 31 日	21.30%	0.200 0	−1.30%
1968 年 12 月 31 日	16.80%	0.174 0	0.60%
1969 年 12 月 31 日	−9.90%	−0.181 0	−8.20%
1970 年 12 月 31 日	−0.20%	−0.003 0	−0.10%
1971 年 12 月 31 日	17.30%	0.166 0	−0.70%
1972 年 12 月 31 日	14.90%	0.045 0	−10.40%
1973 年 12 月 31 日	−18.90%	−0.001 0	18.80%
1974 年 12 月 31 日	−26.70%	−0.233 0	3.40%
1975 年 12 月 31 日	43.10%	0.574 0	14.30%
1976 年 12 月 31 日	28.00%	0.346 0	6.60%
1977 年 12 月 31 日	−2.50%	−0.071 0	−4.60%
1978 年 12 月 31 日	8.10%	0.062 0	−1.90%
1979 年 12 月 31 日	27.30%	0.306 0	3.30%
1980 年 12 月 31 日	30.80%	0.472 0	16.40%
1981 年 12 月 31 日	0.60%	0.076 0	7.00%
1982 年 12 月 31 日	19.90%	0.243 0	4.40%
1983 年 12 月 31 日	23.80%	0.265 0	2.70%
1984 年 12 月 31 日	−0.40%	−0.096 0	−9.20%
1985 年 12 月 31 日	19.50%	0.220 0	2.50%
1986 年 12 月 31 日	32.20%	0.215 0	−10.70%
1987 年 12 月 31 日	3.30%	0.119 0	8.60%
1988 年 12 月 31 日	19.00%	0.228 0	3.80%
1989 年 12 月 31 日	26.00%	0.180 0	−8.00%
1990 年 12 月 31 日	−8.70%	−0.172 0	−8.50%
1991 年 12 月 31 日	33.00%	0.168 0	−16.20%
1992 年 12 月 31 日	8.70%	0.095 0	0.80%
1993 年 12 月 31 日	16.30%	0.221 0	5.80%
1994 年 12 月 31 日	−1.90%	0.034 0	5.30%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	“大盘股票”	“大盘股票”中一年期盈利增长最慢的 50 只股票	相对收益：一年期盈利增长最慢的 50 只股票
1995 年 12 月 31 日	28.50%	0.134 0	-15.10%
1996 年 12 月 31 日	18.70%	0.097 0	-9.00%
算术平均数	13.19%	13.36%	0.17%
标准差	16.18%	18.26%	2.08%

表 11-9 收益率情况概述*

	“全部股票”	“全部股票”中一年期盈利增长最慢的 50 只股票
算术平均数	15.13%	14.58%
收益标准差	19.70%	24.12%
夏普风险调整指数	47.00	38.00
3 年期复合收益率	13.22%	11.99%
5 年期复合收益率	14.00%	16.23%
10 年期复合收益率	12.92%	10.46%
15 年期复合收益率	14.44%	11.43%
20 年期复合收益率	14.97%	13.01%
25 年期复合收益率	12.74%	11.95%
30 年期复合收益率	12.43%	11.04%
35 年期复合收益率	11.64%	11.25%
40 年期复合收益率	12.62%	11.26%
年度复合收益率	13.35%	12.04%
10 000 美元增值为	$2 481 516.93	$1 486 429.21
最高年度收益	55.90%	60.10%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	"全部股票"	"全部股票"中一年期盈利增长最慢的 50 只股票
最低年度收益	-27.90%	-32.00%
最高年度预期收益**	54.52%	62.82%
最低年度预期收益***	-24.27%	-33.66%

* 时间：1952 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。

** 最高年度预期收益为平均收益率加 2 个收益标准差。

*** 最低年度预期收益为平均收益率减 2 个收益标准差。

表 11-10 收益率情况概述*

	"大盘股票"	"大盘股票"中一年期盈利增长最慢的 50 只股票
算术平均数	13.19%	13.45%
收益标准差	16.18%	18.68%
夏普风险调整指数	45.00	43.00
3 年期复合收益率	14.38%	8.75%
5 年期复合收益率	13.60%	11.45%
10 年期复合收益率	13.53%	10.43%
15 年期复合收益率	15.16%	12.28%
20 年期复合收益率	14.37%	13.04%
25 年期复合收益率	12.34%	12.66%
30 年期复合收益率	11.67%	11.53%
35 年期复合收益率	10.96%	10.93%
40 年期复合收益率	11.36%	11.02%
年度复合收益率	11.98%	11.88%
10 000 美元增值为	$1 455 322.08	$1 398 513.51
最高年度收益	44.90%	57.40%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	"大盘股票"	"大盘股票"中一年期盈利增长最慢的 50 只股票
最低年度收益	-26.70%	-23.30%
最高年度预期收益**	45.55%	50.80%
最低年度预期收益***	-19.16%	-23.90%

* 时间：1952 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。

** 最高年度预期收益为平均收益率加 2 个收益标准差。

*** 最低年度预期收益为平均收益率减 2 个收益标准差。

表 11-11 "全部股票"及"全部股票"中一年期盈利增长最慢的 50 只股票的基本比例*

项目	50 只一年期盈利低增长股票超过"全部股票"的时期数	比例
年度收益率	44 期中的 21 期	48.00%
五年滚动期复合收益率	40 期中的 17 期	43.00%
十年滚动期复合收益率	35 期中的 8 期	23.00%

* 时间：1952 年～1996 年。

表 11-12 "大盘股票"及"大盘股票"中一年期盈利增长最慢的 50 只股票的基本比例*

项目	50 只一年期盈利低增长股票超过"大盘股票"的时期数	比例
年度收益率	44 期中的 25 期	57.00%
五年滚动期复合收益率	40 期中的 20 期	50.00%
十年滚动期复合收益率	35 期中的 17 期	49.00%

* 时间：1952 年～1996 年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 11－13 各十年期年度复合收益率

投资组合	50 年代*	60 年代	70 年代	80 年代	90 年代**
“大盘股票”	16.21%	8.99%	6.99%	16.89%	12.61%
“大盘股票”中一年期盈利增长最快的50只股票	15.05%	7.10%	9.25%	4.55%	7.54%
“大盘股票”中一年期盈利增长最慢的50只股票	18.43%	7.69%	14.14%	11.77%	7.54%
“全部股票”	20.94%	11.09%	8.53%	15.85%	12.78%
“全部股票”中一年期盈利增长最快的50只股票	21.3%	8.55%	16.97%	2.12%	10.33%
“全部股票”中一年期盈利增长最慢的50只股票	19.06%	9.40%	16.67%	5.39%	9.51%

* 1952 年～1959 年间收益率。

** 1990 年～1996 年间收益率。

表 11－14 一年期盈利增长速度平均分组后收益情况概览*

分组序号	10 000 美元的投资增值为	平均收益率	复合收益率	标准差
1（一年期盈利增长最快）	$ 1 421 161	14.73%	11.92%	24.92%
2	$ 2 214 524	15.59%	13.06%	23.44%
3	$ 2 645 321	15.61%	13.52%	21.20%
4	$ 3 472 637	15.95%	14.22%	19.30%
5	$ 3 320 691	15.67%	14.10%	18.68%
6	$ 2 125 633	14.55%	12.95%	18.57%
7	$ 4 109 005	16.26%	14.66%	18.99%
8	$ 1 483 682	13.54%	12.03%	18.02%
9	$ 2 284 575	14.82%	13.14%	19.24%
10（一年期盈利增长最慢）	$ 1 476 875	14.23%	12.02%	22.02%
“全部股票”	$ 2 481 517	15.13%	13.35%	19.70%

* 资料来源：“全部股票”样本组；时间：1952 年～1996 年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 11－15　一年期盈利增长速度平均分组后收益情况概览*

分组序号	10 000 美元的投资增值为	平均收益率	复合收益率	标准差
1（一年期盈利增长最快）	$ 739 604	12.16%	10.28%	19.80%
2	$ 1 171 160	13.32%	11.43%	20.27%
3	$ 1 175 709	12.89%	11.44%	17.87%
4	$ 1 935 792	13.87%	12.71%	15.69%
5	$ 1 943 967	14.23%	12.72%	18.34%
6	$ 1 256 093	12.88%	11.61%	16.48%
7	$ 1 204 035	12.87%	11.50%	17.45%
8	$ 1 376 905	12.97%	11.84%	15.69%
9	$ 1 866 949	14.19%	12.62%	18.80%
10（一年期盈利增长最慢）	$ 1 260 875	13.08%	11.62%	17.96%
“大盘股票”	$ 1 455 322	13.19%	11.98%	16.18%

*　资料来源：“大盘股票”样本组；时间：1952 年～1996 年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Five-Year Earnings-Per-Share Percentage Changes

12

五年期每股盈利百分比变动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

昨天发生的事情今天又发生了，只是发生在不同的人身上。

——沃尔特·温切尔

有些分析家认为，一年期的盈利增长率毫无意义，应该注重的是五年期的盈利增长速度。这样长的时间，在他们看来，足够投资者去识别真正的“千里马”。

检验结果

遗憾的是，即使有五年期的高速盈利增长，也无法保证我们得到的一定是“千里马”。从 1954 年 12 月 31 日开始（为计算五年期的复合盈利增长率，我们需要五年的数据），投资于“全部股票”中五年复合盈利增长率最高的 50 只股票的10 000美元，至 1996 年底价值534 963美元，复合收益率仅为 9.94%。而如果 1954 年 12 月 31 日投资10 000美元于“全部股票”整体，至 1996 年底价值1 640 531美元，每年复合收益率为 12.96%。

与一年期盈利增长最快的 50 只股票类似，投资者被过去五年中高速的盈利增长所迷住，从而将这些股票的价格推至难以维持的高位。一旦实际的盈利增长低于预期水平，投资者又大量抛售从前的市场宠儿，使其价格暴跌。

“全部股票”中五年盈利增长最快的 50 只股票同时还具有很高的风险——其收益标准差为 26.57%，大大高于“全部股票”整体 19.46% 的水平。高风险与低收益结合起来，使该组合的夏普指数仅为 27。在同一时期内，“全部股票”的夏普指数则为 44。

从各个收益期限来看，“全部股票”的高五年盈利增长组合均具有相当恶劣的基本比率。在所有十年滚动期中，该组合收益超过“全部股票”整体水平的时间仅有 3%。表 12－1 至表 12－3 概括了检验结果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 12－1　　　　　　年度收益对比

年度（截止以下日期的一年）	“全部股票”	“全部股票”中五年期盈利增长最快的 50 只股票	相对收益：五年期盈利增长最快的 50 只股票
1955 年 12 月 31 日	20.70%	28.40%	7.70%
1956 年 12 月 31 日	17.00%	19.40%	2.40%
1957 年 12 月 31 日	－7.10%	－15.90%	－8.80%
1958 年 12 月 31 日	55.00%	78.90%	23.90%
1959 年 12 月 31 日	23.00%	37.80%	14.80%
1960 年 12 月 31 日	6.10%	5.30%	－0.80%
1961 年 12 月 31 日	31.20%	21.80%	－9.40%
1962 年 12 月 31 日	－12.00%	－19.00%	－7.00%
1963 年 12 月 31 日	18.00%	21.40%	3.40%
1964 年 12 月 31 日	16.30%	3.90%	－12.40%
1965 年 12 月 31 日	22.60%	22.00%	－0.60%
1966 年 12 月 31 日	－5.20%	－1.90%	3.30%
1967 年 12 月 31 日	41.10%	56.60%	15.50%
1968 年 12 月 31 日	27.40%	21.10%	－7.30%
1969 年 12 月 31 日	－18.50%	－21.40%	－2.90%
1970 年 12 月 31 日	－5.80%	－34.50%	－28.70%
1971 年 12 月 31 日	21.30%	35.80%	14.50%
1972 年 12 月 31 日	11.00%	4.90%	－6.10%
1973 年 12 月 31 日	－27.20%	－45.90%	－18.70%
1974 年 12 月 31 日	－27.90%	－34.80%	－6.90%
1975 年 12 月 31 日	55.90%	38.10%	－17.80%
1976 年 12 月 31 日	35.60%	39.00%	3.40%
1977 年 12 月 31 日	6.90%	5.90%	－1.00%
1978 年 12 月 31 日	12.20%	7.30%	－4.90%
1979 年 12 月 31 日	34.30%	52.50%	18.20%
1980 年 12 月 31 日	31.50%	44.80%	13.30%
1981 年 12 月 31 日	1.70%	－7.50%	－9.20%
1982 年 12 月 31 日	22.50%	27.20%	4.70%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	"全部股票"	"全部股票"中五年期盈利增长最快的 50 只股票	相对收益：五年期盈利增长最快的 50 只股票
1983 年 12 月 31 日	28.10%	20.90%	-7.20%
1984 年 12 月 31 日	-3.40%	-19.40%	-16.00%
1985 年 12 月 31 日	30.80%	28.40%	-2.40%
1986 年 12 月 31 日	13.10%	6.60%	-6.50%
1987 年 12 月 31 日	-1.30%	-16.80%	-15.50%
1988 年 12 月 31 日	21.20%	21.10%	-0.10%
1989 年 12 月 31 日	21.40%	30.90%	9.50%
1990 年 12 月 31 日	-13.80%	-14.20%	-0.40%
1991 年 12 月 31 日	39.80%	51.50%	11.70%
1992 年 12 月 31 日	13.80%	5.50%	-8.30%
1993 年 12 月 31 日	16.60%	13.40%	-3.20%
1994 年 12 月 31 日	-3.40%	-6.00%	-2.60%
1995 年 12 月 31 日	27.00%	31.50%	4.50%
1996 年 12 月 31 日	18.30%	15.10%	-3.20%
算术平均数	14.66%	13.30%	-1.36%
标准差	19.46%	26.57%	7.11%

表 12-2 收益率情况概述*

	"全部股票"	"全部股票"中五年期盈利增长最快的 50 只股票
算术平均数	12.70%	12.47%
收益标准差	15.72%	21.59%
夏普风险调整指数	41.00	28.00
3 年期复合收益率	14.38%	16.35%
5 年期复合收益率	13.60%	11.32%
10 年期复合收益率	13.53%	12.75%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	“全部股票”	“全部股票”中五年期盈利增长最快的 50 只股票
15 年期复合收益率	15.16%	12.26%
20 年期复合收益率	14.37%	13.83%
25 年期复合收益率	12.34%	10.56%
30 年期复合收益率	11.67%	9.52%
35 年期复合收益率	10.96%	9.42%
40 年期复合收益率	11.36%	9.83%
年度复合收益率	11.54%	10.30%
10 000 美元增值为	$ 981 782.08	$ 613 440.50
最高年度收益	43.10%	51.90%
最低年度收益	-26.70%	-31.90%
最高年度预期收益**	44.14%	55.65%
最低年度预期收益***	-18.74%	-30.70%

* 时间：1954 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。

** 最高年度预期收益为平均收益率加 2 个收益标准差。

*** 最低年度预期收益为平均收益率减 2 个收益标准差。

表 12-3 “全部股票”及“全部股票”中五年期盈利增长最快的 50 只股票的基本比例

项目	50 只高五年期盈利增长股票超过“全部股票”的时期数	比例
年度收益率	42 期中的 15 期	36.00%
五年滚动期复合收益率	38 期中的 11 期	29.00%
十年滚动期复合收益率	33 期中的 1 期	3.00%

* 时间：1954 年～1996 年。

“大盘股票”的五年高盈利增长策略情况类似

对于“大盘股票”而言，具有五年盈利高速增长的股票同样无法实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

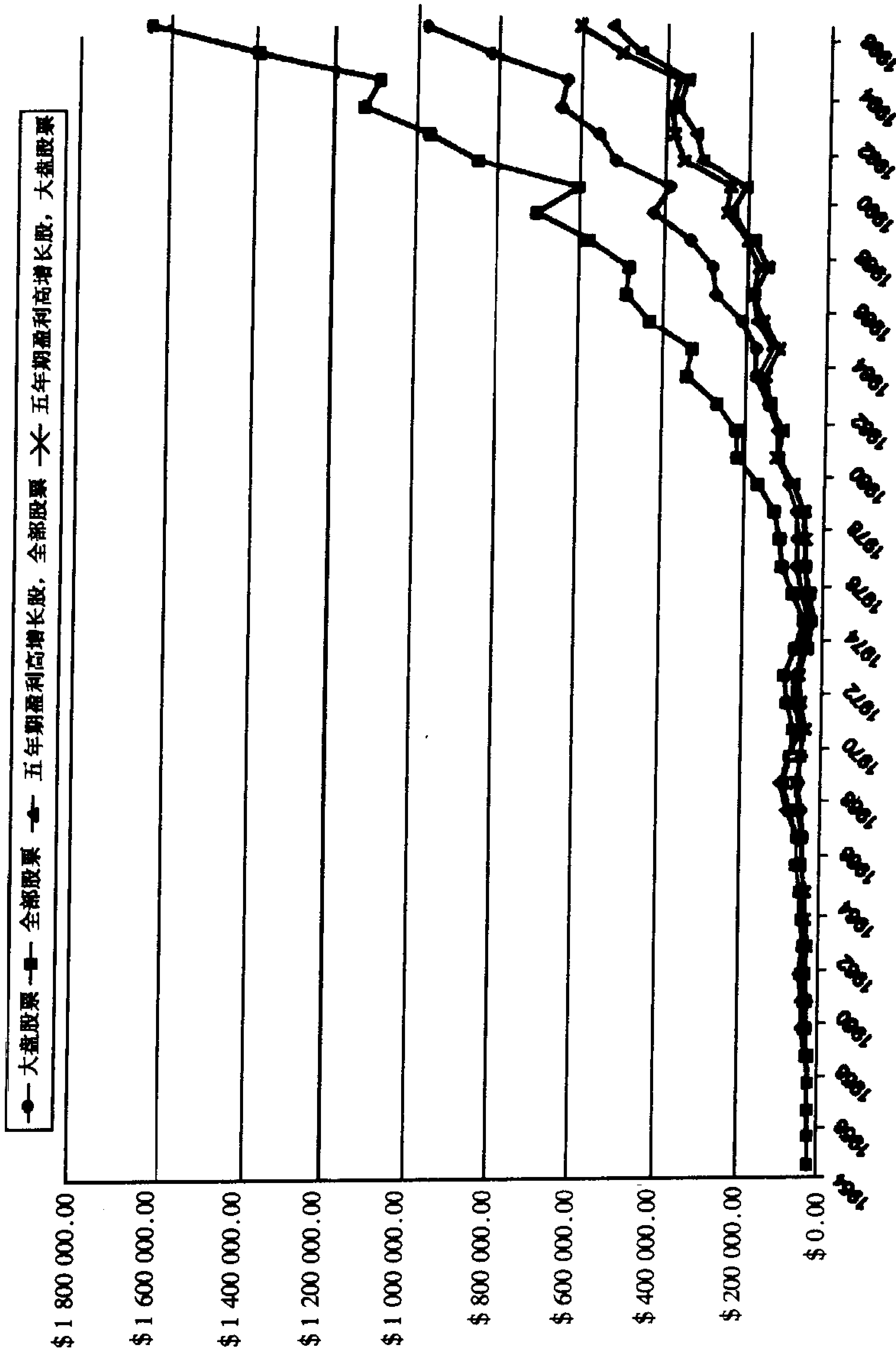


图 12－1 高盈利增长股票收益与“全部股票”和“大盘股票”的收益对比，1954年～1996年，1954 年底=10 000美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

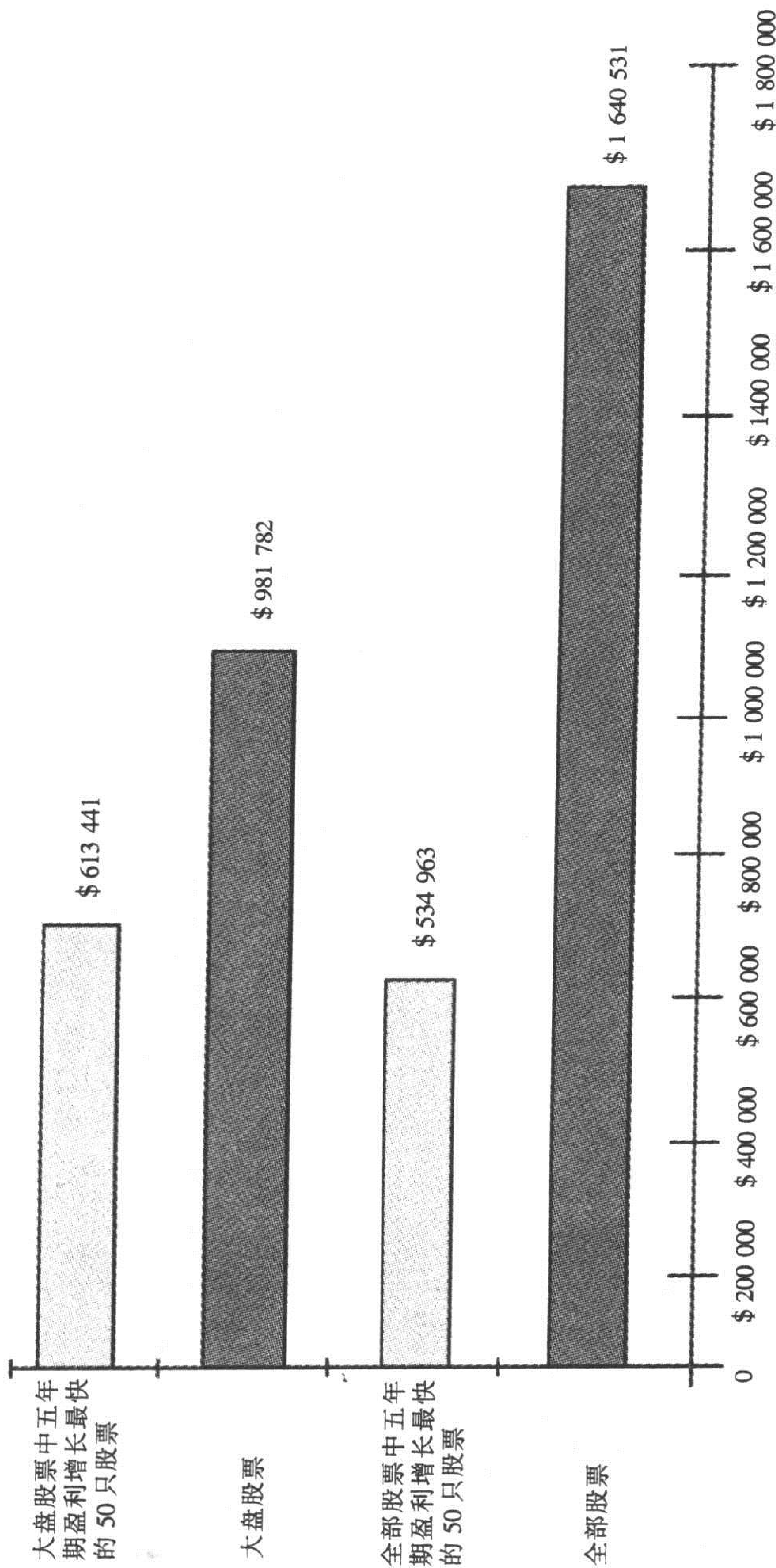


图 12-2 1954 年 12 月 31 日投资 10 000 美元于 1996 年 12 月 31 日的价值
（每年按五年期盈利增长调整各组成分股）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

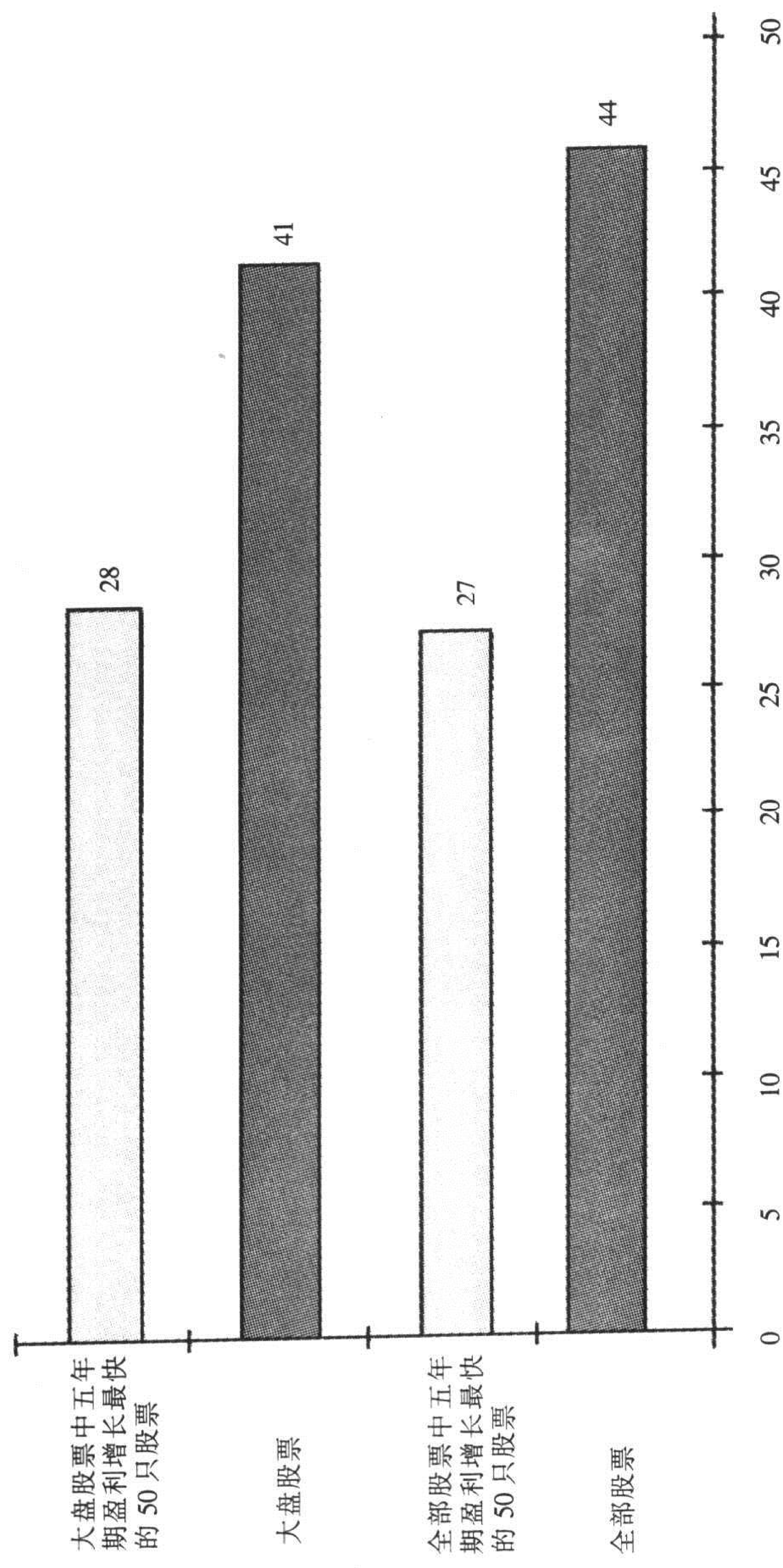


图 12－3 夏普风险调整收益指数，1954年～1966年（指数越高越好）



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

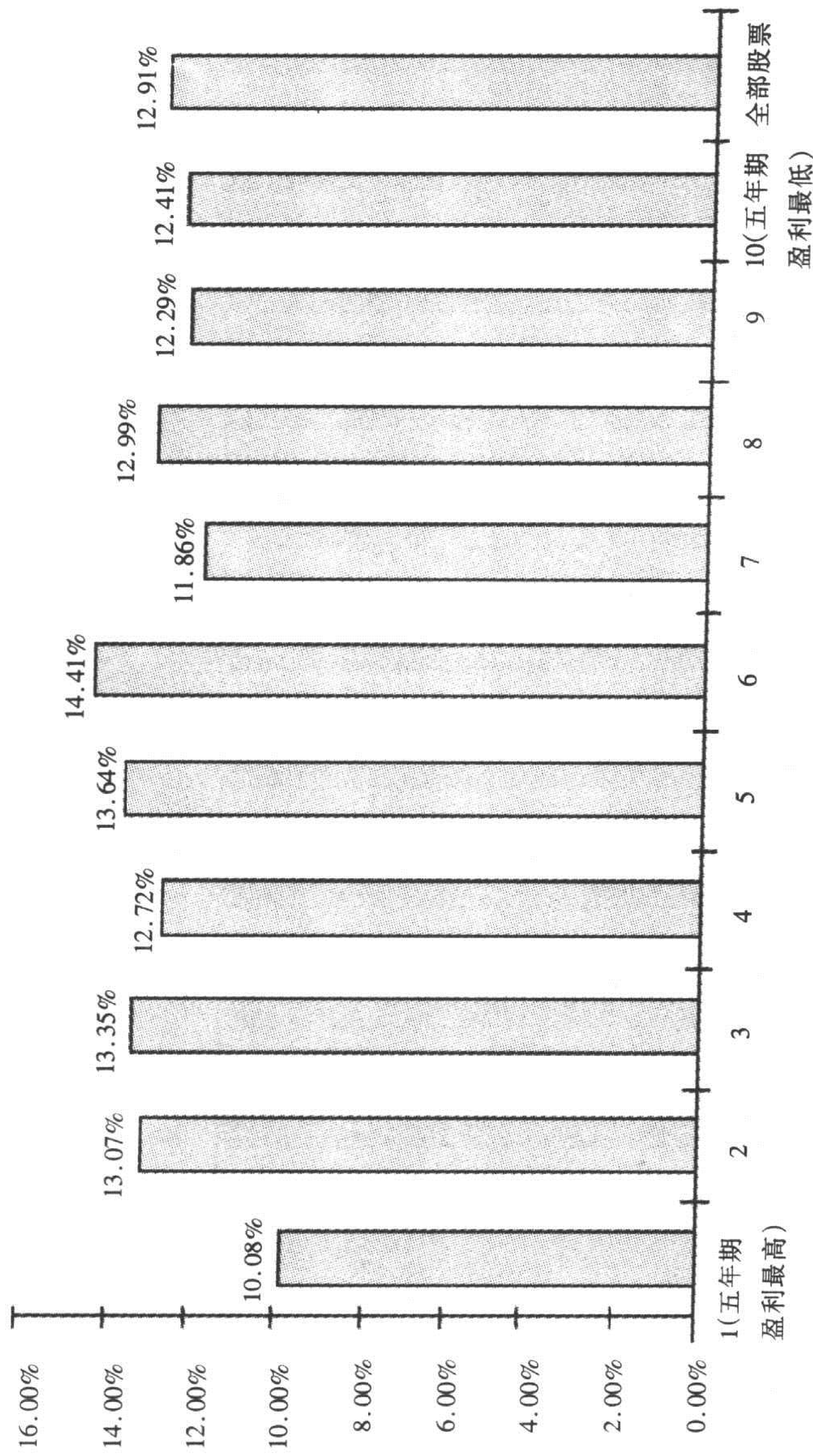


图 12-4　按五年期盈利增长平均分组后各组以及“全部股票”样本组的复合收益率，1954 年～1996 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

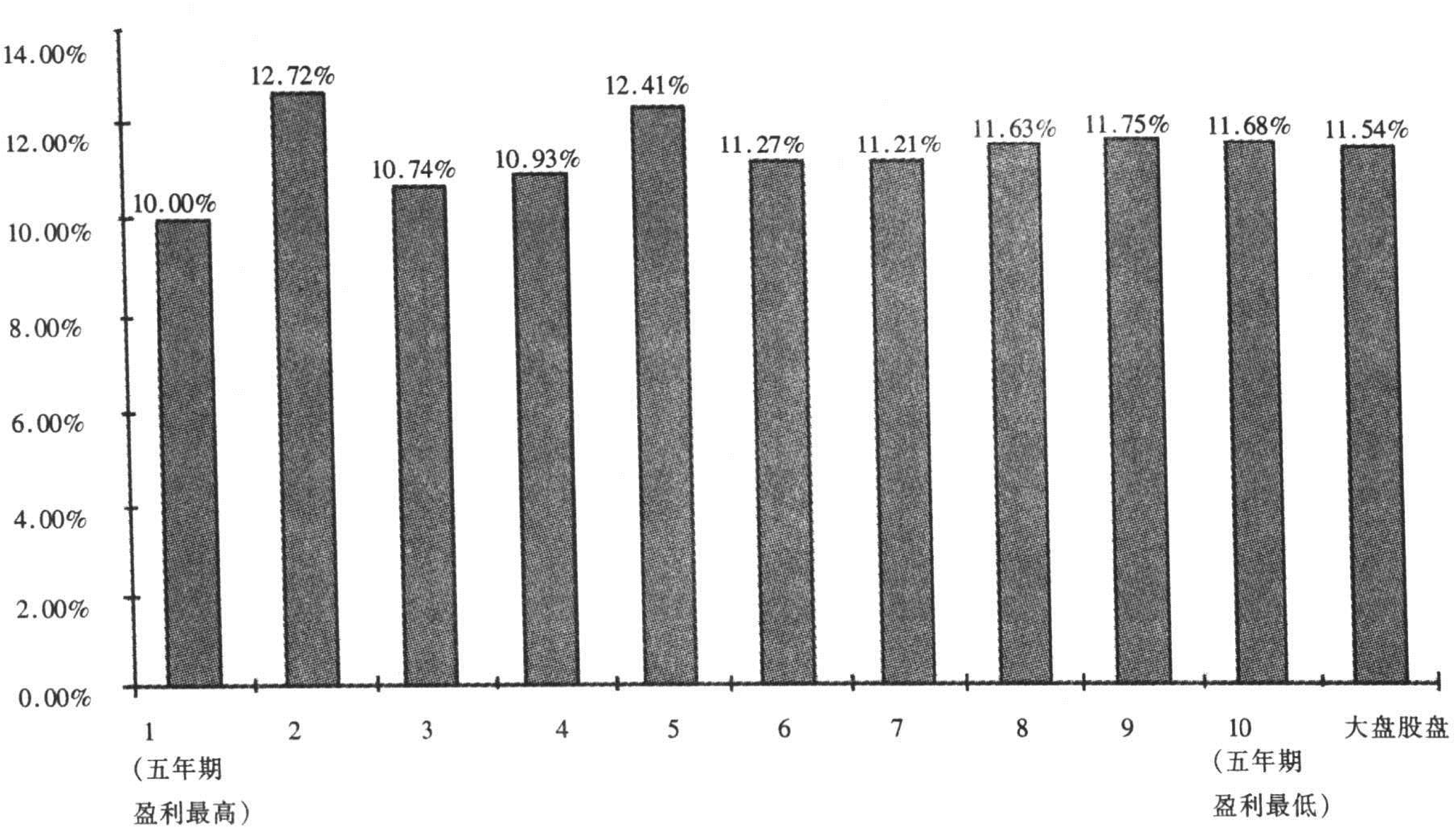


图 12－5 按五年期盈利增长平均分组后各组以及“大盘股票”样本组的复合收益率，1954 年～1996 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现良好的收益。由五年盈利增长最快的 50 只股票构成的组合，其收益仅相当于“大盘股票”整体水平的一半：1954 年 12 月 31 日投资10 000美元于该组合，至 1996 年底价值613 441美元，复合收益率为 10.3%。而等额资金如投资于“全部股票”整体，至期末价值981 782美元，复合收益率为 11.54%。高盈利增长的组合同时还具有较高的风险，其收益标准差为 21.59%，大大高于“全部股票”15.72%的整体水平。

平均分组分析

对“全部股票”样本组进行平均分组分析的结果说明，与其以五年盈利增长最快的一组股票作为投资对象，不如投资于盈利增长速度第二至第六的五组股票。但在“大盘股票”样本组中，就不存在这样的稳定性，这里，我们能得出的惟一结论是投资者应当**避免**五年盈利增长最快的一组股票。检验结论在表 12－8、表 12－9 以及图 12－4 和图 12－5 中列出。

对投资者的启示

与一年期盈利增长快速的股票类似，投资者倾向于为五年期盈利增长较快的股票支付过高的价格。尽管为 COMPUWTAT 数据库计算复合收益的方法所限，我们无法考察五年期盈利增长最慢的 50 只股票的收益情况，但这类股票可能与一年期的相应股票类似。我们的数据说明，对过去实现了高速盈利增长的股票不应期望太高。投资者与其为这类股票支付过高的价格，不如直接投资于“大盘股票”整体。

表 12－4　　　　年度收益对比

年度（截止以下日期的一年）	“大盘股票”	“大盘股票”中五年期盈利增长最快的 50 只股票	相对收益：五年期盈利增长最快的 50 只股票
1955 年 12 月 31 日	21.20%	28.10%	6.90%
1956 年 12 月 31 日	9.60%	12.40%	2.80%
1957 年 12 月 31 日	－6.90%	－14.70%	－7.80%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	“大盘股票”	“大盘股票”中五年期盈利增长最快的 50 只股票	相对收益：五年期盈利增长最快的 50 只股票
1958 年 12 月 31 日	42.10%	49.00%	6.90%
1959 年 12 月 31 日	9.90%	16.70%	6.80%
1960 年 12 月 31 日	4.80%	5.50%	0.70%
1961 年 12 月 31 日	27.50%	16.50%	-11.00%
1962 年 12 月 31 日	-8.90%	-16.90%	-8.00%
1963 年 12 月 31 日	19.50%	23.70%	4.20%
1964 年 12 月 31 日	15.30%	10.30%	-5.00%
1965 年 12 月 31 日	16.20%	30.90%	14.70%
1966 年 12 月 31 日	-4.90%	3.00%	7.90%
1967 年 12 月 31 日	21.30%	23.30%	2.00%
1968 年 12 月 31 日	16.80%	12.50%	-4.30%
1969 年 12 月 31 日	-9.90%	-15.30%	-5.40%
1970 年 12 月 31 日	-0.20%	-21.60%	-21.40%
1971 年 12 月 31 日	17.30%	34.80%	17.50%
1972 年 12 月 31 日	14.90%	12.50%	-2.40%
1973 年 12 月 31 日	-18.90%	-29.10%	-10.20%
1974 年 12 月 31 日	-26.70%	-31.90%	-5.20%
1975 年 12 月 31 日	43.10%	42.70%	-0.40%
1976 年 12 月 31 日	28.00%	19.00%	-9.00%
1977 年 12 月 31 日	-2.50%	-0.09%	2.41%
1978 年 12 月 31 日	8.10%	13.20%	5.10%
1979 年 12 月 31 日	27.30%	51.80%	24.50%
1980 年 12 月 31 日	30.80%	51.90%	21.10%
1981 年 12 月 31 日	0.60%	-9.70%	-10.30%
1982 年 12 月 31 日	19.90%	26.40%	6.50%
1983 年 12 月 31 日	23.80%	10.50%	-13.30%
1984 年 12 月 31 日	-0.40%	-20.00%	-19.60%
1985 年 12 月 31 日	19.50%	31.20%	11.70%
1986 年 12 月 31 日	32.20%	16.50%	-15.70%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	“大盘股票”	“大盘股票”中五年期盈利增长最快的 50 只股票	相对收益：五年期盈利增长最快的 50 只股票
1987 年 12 月 31 日	3.30%	-7.20%	-10.50%
1988 年 12 月 31 日	19.00%	16.60%	-2.40%
1989 年 12 月 31 日	26.00%	26.30%	0.30%
1990 年 12 月 31 日	-8.70%	-3.60%	5.10%
1991 年 12 月 31 日	33.00%	47.40%	14.40%
1992 年 12 月 31 日	8.70%	6.80%	-1.90%
1993 年 12 月 31 日	16.30%	1.60%	-14.70%
1994 年 12 月 31 日	-1.90%	-4.50%	-2.60%
1995 年 12 月 31 日	28.50%	37.10%	8.60%
1996 年 12 月 31 日	18.70%	20.30%	1.60%
算术平均数	12.70%	12.47%	-0.22%
标准差	15.72%	21.59%	5.87%

表 12-5 收益率情况概述*

	“大盘股票”	“大盘股票”中五年期盈利增长最快的 50 只股票
算术平均数	12.70%	12.47%
收益标准差	15.72%	21.59%
夏普风险调整指数	41.00	28.00
3 年期复合收益率	14.38%	16.35%
5 年期复合收益率	13.60%	11.32%
10 年期复合收益率	13.53%	12.75%
15 年期复合收益率	15.18%	12.26%
20 年期复合收益率	14.37%	13.83%
25 年期复合收益率	12.34%	10.56%
30 年期复合收益率	11.67%	9.52%
35 年期复合收益率	10.96%	9.42%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	"大盘股票"	"大盘股票"中五年期盈利增长最快的 50 只股票
40 年期复合收益率	11.36%	9.83%
年度复合收益率	11.54%	10.30%
10 000 美元增值为	$981 782.08	$613 440.50
最高年度收益	43.10%	51.90%
最低年度收益	-26.70%	-31.90%
最高年度预期收益**	44.14%	55.65%
最低年度预期收益***	-18.74%	-30.70%

*时间：1954 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。

**最高年度预期收益为平均收益率加 2 个收益标准差。

***最低年度预期收益为平均收益率减 2 个收益标准差。

表 12-6　"大盘股票"及"大盘股票"中五年期盈利增长最快的 50 只股票的基本比例*

项　目	50 只高五年期盈利增长股票超过"大盘股票"的时期数	比　例
年度收益率	42 期中的 21 期	50.00%
五年滚动期复合收益率	41 期中的 14 期	37.00%
十年滚动期复合收益率	36 期中的 7 期	21.00%

*时间：1954 年～1996 年。

表 12-7　各十年期复合年度收益率

投资组合	50 年代*	60 年代	70 年代	80 年代	90 年代**
"大盘股票"	14.07%	8.99%	6.99%	16.89%	12.61%
"大盘股票"中五年期盈利增长最快的 50 只股票	16.39%	8.24%	5.28%	12.34%	13.51%
"全部股票"	20.12%	11.09%	8.53%	15.85%	12.78%
"全部股票"中五年期盈利增长最快的 50 只股票	26.02%	8.77%	0.91%	11.60%	12.01%

*　1952 年～1959 年间收益率。

**　1990 年～1996 年间收益率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 12－8　五年期盈利增长速度平均分组后收益情况概览

分组序号	10 000 美元的投资增值为	平均收益率	复合收益率	标准差
1（五年期盈利增长最快）	$ 742 682	14.27%	10.80%	26.95%
2	$ 1 740 636	15.75%	13.07%	23.87%
3	$ 1 930 632	15.24%	13.35%	20.19%
4	$ 1 529 521	14.37%	12.72%	18.55%
5	$ 2 145 440	15.06%	13.64%	17.60%
6	$ 2 850 670	15.98%	14.41%	18.90%
7	$ 1 107 607	13.12%	11.86%	16.53%
8	$ 1 687 350	14.30%	12.99%	16.93%
9	$ 1 300 356	13.67%	12.29%	17.18%
10（五年期盈利增长最慢）	$ 13 62 278	14.41%	12.41%	20.86%
“全部股票”	$ 1 640 531	14.46%	12.91%	19.46%

* 资料来源：“全部股票”样本组；时间：1954 年～1996 年。

表 12－9　五年期盈利增长速度平均分组后收益情况概览

分组序号	10 000 美元的投资增值为	平均收益率	复合收益率	标准差
1（五年期盈利增长最快）	$ 546 699	12.27%	10.00%	21.74%
2	$ 1 529 661	14.80%	12.72%	21.32%
3	$ 726 102	12.09%	10.74%	16.83%
4	$ 779 049	12.39%	10.93%	17.60%
5	$ 1 360 083	13.64%	12.41%	16.39%
6	$ 885 256	12.32%	11.27%	15.04%
7	$ 865 587	12.52%	11.21%	16.93%
8	$ 1 013 943	12.68%	11.63%	15.23%
9	$ 1 064 588	12.72%	11.75%	14.33%
10（五年期盈利增长最慢）	$ 1 034 170	12.98%	11.68%	16.96%
“大盘股票”	$ 981 782	12.70%	11.54%	15.72%

* 资料来源：“大盘股票”样本组；时间：1954 年～1996 年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Profit Margins: Do Investors Profit from Corporate Profits

13

利润率：投资者从公司利润中获益吗

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我坚信只有很好地了解过去，才能以最坚定和最清晰的步伐走向未来。没有深厚的根基就没有参天大树。

——西泽·佩利

净利润率（net profit margins）是衡量一家公司经营效率和在本行业与其他公司竞争能力的最佳指标。因此很多人相信高利润率的公司是较好的投资选择，因为它们是其所在行业的佼佼者。净利润率等于扣除非常项目前的收入（公司的收入减去所有费用但在分配股利之前）除以净销售额，然后乘以100。

检验结果

我们从“全部股票”和“大盘股票”中购买利润率（profit margins）最高的50只股票，以检验这个策略。检验从1951年12月31日开始，这样我们可以观察整整45年的数据。和往常一样，我们对所有会计数据进行移动平均，以避免前视偏差和每年股票组合的不平衡。

在1951年12月31日从“全部股票”样本中购买的价值10 000美元的利润率最高的50只股票到1996年底增加到1 075 959美元，复合收益率为10.96%。获得的利润比将这笔钱投资于“全部股票”样本获得的平均利润要少150万美元，10 000美元使用后者的投资方式将获得2 677 557美元，年收益率为13.23%。

有高利润率的50只股票与“全部股票”样本的风险根本上是相同的。这50只股票收益率的标准差为20.4%，比“全部股票”19.51%的标准差高不出一个百分点。这50只最高利润率股票的所有基本比率都为负，而投资于“全部股票”的策略在所有十年滚动期中的基本比率为11%。表13－1，表13－2，表13－3总结了投资于“全部股票”的收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“大盘股票”表现略佳

从“大盘股票”样本中抽取的50只利润率最高的股票表现略佳。从1951年12月31日起投资的10 000美元到1996年底增长到了1 091 707美元。这比同样数额的钱投资于“大盘股票”样本获得的收益要少1 590 667美元，但比投资于“全部股票”中最高利润率的50只股票获得的收益要大。这里从“大盘股票”样本中选取的50只高利润率股票比“大盘股票”样本的风险要低，前者收益率的标准差为15.91%，后者为16.01%。前者的低标准差导致此策略的夏普指数相当好为43。所有基本比率为负，50只最高利润率的股票在所有十年滚动期中的基本比率比“大盘股票”样本的基本比率高33%。表13－4，表13－5和表13－6总结了从“大盘股票”中抽取的50只高利润年股票的收益。

表13－7列出了“大盘股票”和“全部股票”样本十年中的复合收益率。检验结果以图13－1至图13－3表现。

表13－1 年度收益率对比

年度（截止以下日期的一年）	“全部股票”	“全部股票”中利润率最高的50只股票	一年中利润率最高的50只股票的相对收益率
1952年12月31日	7.90%	11.30%	3.40%
1953年12月31日	2.90%	1.40%	－1.50%
1954年12月31日	47.00%	37.80%	－9.20%
1955年12月31日	20.70%	13.90%	－6.80%
1956年12月31日	17.00%	8.40%	－8.60%
1957年12月31日	－7.10%	－0.01%	7.09%
1958年12月31日	55.00%	46.10%	－8.90%
1959年12月31日	23.00%	9.20%	－13.80%
1960年12月31日	6.10%	22.40%	16.30%
1961年12月31日	31.20%	30.60%	－0.60%
1962年12月31日	－12.00%	－3.50%	8.50%
1963年12月31日	18.00%	17.70%	－0.30%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	"全部股票"	"全部股票"中利润率最高的 50 只股票	一年中利润率最高的 50 只股票的相对收益率
1964 年 12 月 31 日	16.30%	17.00%	0.70%
1965 年 12 月 31 日	22.60%	9.90%	-12.70%
1966 年 12 月 31 日	-5.20%	1.70%	6.90%
1967 年 12 月 31 日	41.10%	33.40%	-7.70%
1968 年 12 月 31 日	27.40%	26.30%	-1.10%
1969 年 12 月 31 日	-18.50%	-15.00%	3.50%
1970 年 12 月 31 日	-5.80%	-3.80%	2.00%
1971 年 12 月 31 日	21.30%	5.60%	-15.70%
1972 年 12 月 31 日	11.00%	15.60%	4.60%
1973 年 12 月 31 日	-27.20%	-20.90%	6.30%
1974 年 12 月 31 日	-27.90%	-45.70%	-17.80%
1975 年 12 月 31 日	55.90%	28.10%	-27.80%
1976 年 12 月 31 日	35.60%	37.50%	1.90%
1977 年 12 月 31 日	6.90%	16.00%	9.10%
1978 年 12 月 31 日	12.20%	14.60%	2.40%
1979 年 12 月 31 日	34.30%	85.10%	50.80%
1980 年 12 月 31 日	31.50%	29.40%	-2.10%
1981 年 12 月 31 日	1.70%	-11.70%	-13.40%
1982 年 12 月 31 日	22.50%	4.70%	-17.80%
1983 年 12 月 31 日	28.10%	17.70%	-10.40%
1984 年 12 月 31 日	-3.40%	-6.70%	-3.30%
1985 年 12 月 31 日	30.80%	10.80%	-20.00%
1986 年 12 月 31 日	13.10%	11.60%	-1.50%
1987 年 12 月 31 日	-1.30%	-1.70%	-0.40%
1988 年 12 月 31 日	21.20%	9.40%	-11.80%
1989 年 12 月 31 日	21.40%	25.40%	4.00%
1990 年 12 月 31 日	-13.80%	-13.20%	0.60%
1991 年 12 月 31 日	39.80%	32.40%	-7.40%
1992 年 12 月 31 日	13.80%	4.90%	-8.90%
1993 年 12 月 31 日	16.60%	29.50%	12.90%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	“全部股票”	“全部股票”中利润率最高的 50 只股票	一年中利润率最高的 50 只股票的相对收益率
1994 年 12 月 31 日	-3.40%	-4.90%	-1.50%
1995 年 12 月 31 日	27.00%	24.50%	-2.50%
1996 年 12 月 31 日	18.30%	16.70%	-1.60%
算术平均数	14.97%	12.88%	-2.09%
标准差	19.51%	20.48%	0.97%

表 13-2　收益率情况概述*

	“全部股票”	“全部股票”中利润率最高的 50 只股票
算术平均数	14.97%	12.88%
收益标准差	19.51%	20.48%
夏普风险调整指数	49.00	37.00
3 年期复合收益率	13.22%	11.38%
5 年期复合收益率	14.00%	13.42%
10 年期复合收益率	12.92%	11.27%
15 年期复合收益率	14.44%	9.93%
20 年期复合收益率	14.97%	13.05%
25 年期复合收益率	12.74%	9.72%
30 年期复合收益率	12.43%	9.40%
35 年期复合收益率	11.64%	9.23%
40 年期复合收益率	12.62%	10.59%
年度复合收益率	13.23%	10.96%
10 000 美元增值为	$2 677 556.77	$1 075 958.53
最高年度收益	55.90%	85.10%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	“全部股票”	“全部股票”中利润率最高的 50 只股票
最低年度收益	-27.90%	-45.70%
最高年度预期收益**	53.98%	53.83%
最低年度预期收益***	-24.04%	-28.08%

* 时间：1951 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。

** 最高年度预期收益为平均收益率加 2 个收益标准差。

*** 最低年度预期收益为平均收益率减 2 个收益标准差。

表 13-3 “全部股票”及其中利润率最高的 50 只股票的基本比例*

项　　目	50 只利润率最高股超过“全部股票”的时期数	比　　例
年度收益率	45 期中的 17 期	38.00%
五年滚动期复合收益率	41 期中的 12 期	29.00%
十年滚动期复合收益率	36 期中的 4 期	11.00%

* 时间：1851 年～1996 年。

表 13-4 年度收益率对比

年度（截止以下日期的一年）	“大盘股票”	“大盘股票”中利润率最高的 50 只股票	利润率最高的 50 只股票的相对收益率
1952 年 12 月 31 日	9.30%	7.80%	-1.50%
1953 年 12 月 31 日	2.30%	1.30%	-1.00%
1954 年 12 月 31 日	44.90%	39.60%	-5.30%
1955 年 12 月 31 日	21.20%	16.20%	-5.00%
1956 年 12 月 31 日	9.60%	5.40%	-4.20%
1957 年 12 月 31 日	-6.90%	2.00%	8.90%
1958 年 12 月 31 日	42.10%	42.20%	0.10%
1959 年 12 月 31 日	9.90%	10.60%	0.70%
1960 年 12 月 31 日	4.80%	17.20%	12.40%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	“大盘股票”	“大盘股票”中利润率最高的 50 只股票	利润率最高的 50 只股票的相对收益率
1961 年 12 月 31 日	27.50%	31.70%	4.20%
1962 年 12 月 31 日	-8.90%	-0.06%	8.84%
1963 年 12 月 31 日	19.50%	12.70%	-6.80%
1964 年 12 月 31 日	15.30%	14.30%	-1.00%
1965 年 12 月 31 日	16.20%	3.50%	-12.70%
1966 年 12 月 31 日	-4.90%	-3.70%	1.20%
1967 年 12 月 31 日	21.30%	2.40%	-18.90%
1968 年 12 月 31 日	16.80%	8.80%	-8.00%
1969 年 12 月 31 日	-9.90%	0.08%	9.98%
1970 年 12 月 31 日	-0.20%	3.50%	3.70%
1971 年 12 月 31 日	17.30%	9.70%	-7.60%
1972 年 12 月 31 日	14.90%	17.60%	2.70%
1973 年 12 月 31 日	-18.90%	-14.40%	4.50%
1974 年 12 月 31 日	-26.70%	-31.70%	-5.00%
1975 年 12 月 31 日	43.10%	27.90%	-15.20%
1976 年 12 月 31 日	28.00%	23.20%	-4.80%
1977 年 12 月 31 日	-2.50%	2.00%	4.50%
1978 年 12 月 31 日	8.10%	9.00%	0.90%
1979 年 12 月 31 日	27.30%	47.40%	20.10%
1980 年 12 月 31 日	30.80%	38.20%	7.40%
1981 年 12 月 31 日	0.60%	-11.80%	-12.40%
1982 年 12 月 31 日	19.90%	2.80%	-17.10%
1983 年 12 月 31 日	23.80%	16.70%	-7.10%
1984 年 12 月 31 日	-0.40%	-1.80%	-1.40%
1985 年 12 月 31 日	19.50%	24.70%	5.20%
1986 年 12 月 31 日	32.20%	21.10%	-11.10%
1987 年 12 月 31 日	3.30%	4.40%	1.10%
1988 年 12 月 31 日	19.00%	11.20%	-7.80%
1989 年 12 月 31 日	26.00%	30.80%	4.80%
1990 年 12 月 31 日	-8.70%	-4.80%	3.90%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	“大盘股票”	“大盘股票”中利润率最高的 50 只股票	利润率最高的 50 只股票的相对收益率
1991 年 12 月 31 日	33.00%	40.70%	7.70%
1992 年 12 月 31 日	8.70%	6.40%	-2.30%
1993 年 12 月 31 日	16.30%	19.70%	3.40%
1994 年 12 月 31 日	-1.90%	-0.02%	1.88%
1995 年 12 月 31 日	28.50%	28.90%	0.40%
1996 年 12 月 31 日	18.70%	13.10%	-5.60%
算术平均数	13.11%	12.14%	-0.96%
标准差	16.01%	15.91%	-0.10%

表 13-5 收益率情况概述*

	“大盘股票”	“大盘股票”中利润率最高的 50 只股票
算术平均数	13.11%	12.14%
收益标准差	16.01%	15.91%
夏普风险调整指数	48.00	43.00
3 年期复合收益率	14.38%	13.38%
5 年期复合收益率	13.60%	13.17%
10 年期复合收益率	13.53%	14.21%
15 年期复合收益率	15.16%	13.54%
20 年期复合收益率	14.37%	13.86%
25 年期复合收益率	12.34%	11.30%
30 年期复合收益率	11.67%	10.20%
35 年期复合收益率	10.96%	9.45%
40 年期复合收益率	11.36%	10.71%
年度复合收益率	11.92%	10.99%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	“大盘股票”	“大盘股票”中利润率最高的 50 只股票
10 000 美元增值为	$ 1 590 667.04	$ 1 091 707.48
最高年度收益	44.90%	47.40%
最低年度收益	-26.70%	-31.70%
最高年度预期收益**	45.12%	43.96%
最低年度预期收益***	-18.91%	-19.67%

* 时间：1951 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。

** 最高年度预期收益为平均收益率加 2 个收益标准差。

*** 最低年度预期收益为平均收益率减 2 个收益标准差。

表 13-6　“大盘股票”及其中利润率 50 只股票的基本比例*

项　目	50 只利润率最大股超过“全部股票”的时期数	比　例
年度收益率	45 期中的 23 期	51.00%
五年滚动期复合收益率	41 期中的 16 期	39.00%
十年滚动期复合收益率	36 期中的 12 期	33.00%

* 时间：1951 年～1996 年。

表 13-7　各十年期年度复合收益率

投资组合	50 年代*	60 年代	70 年代	80 年代	90 年代**
“大盘股票”	15.33%	8.99%	6.99%	16.89%	12.61%
其中 50 只利润率最高股	14.70%	8.24%	7.26%	12.66%	13.90%
“全部股票”	19.22%	11.09%	8.53%	15.85%	12.78%
其中 50 只利润率最高股	15.02%	13.02%	8.14%	8.16%	11.61%

* 1952 年～1959 年间收益率。

** 1990 年～1996 年间收益率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

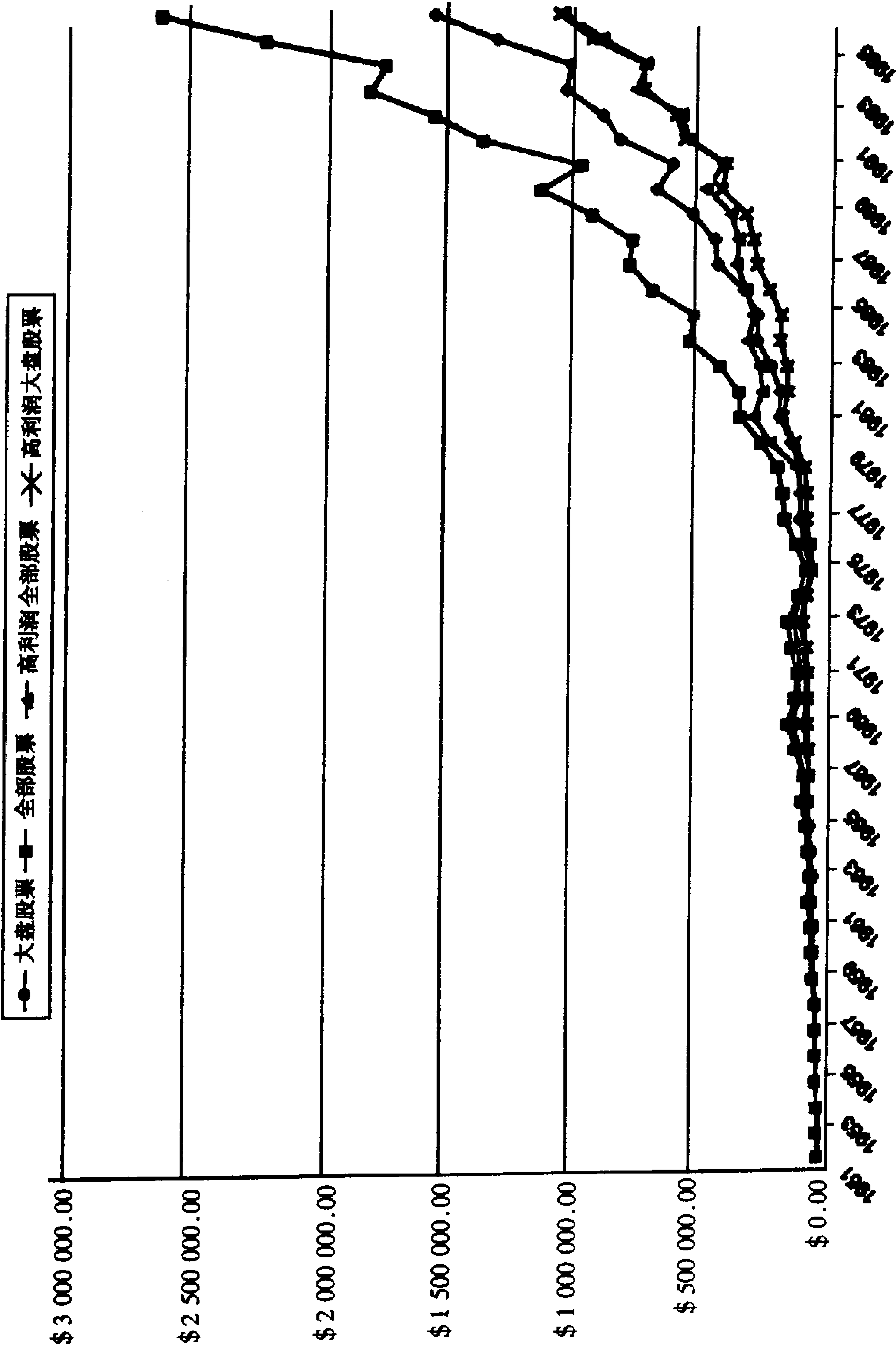


图 13－1　高收益率策略与“全部股票”和“大盘股票”的收益率对比，1951 年～1996 年，1951 年底＝10 000 美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

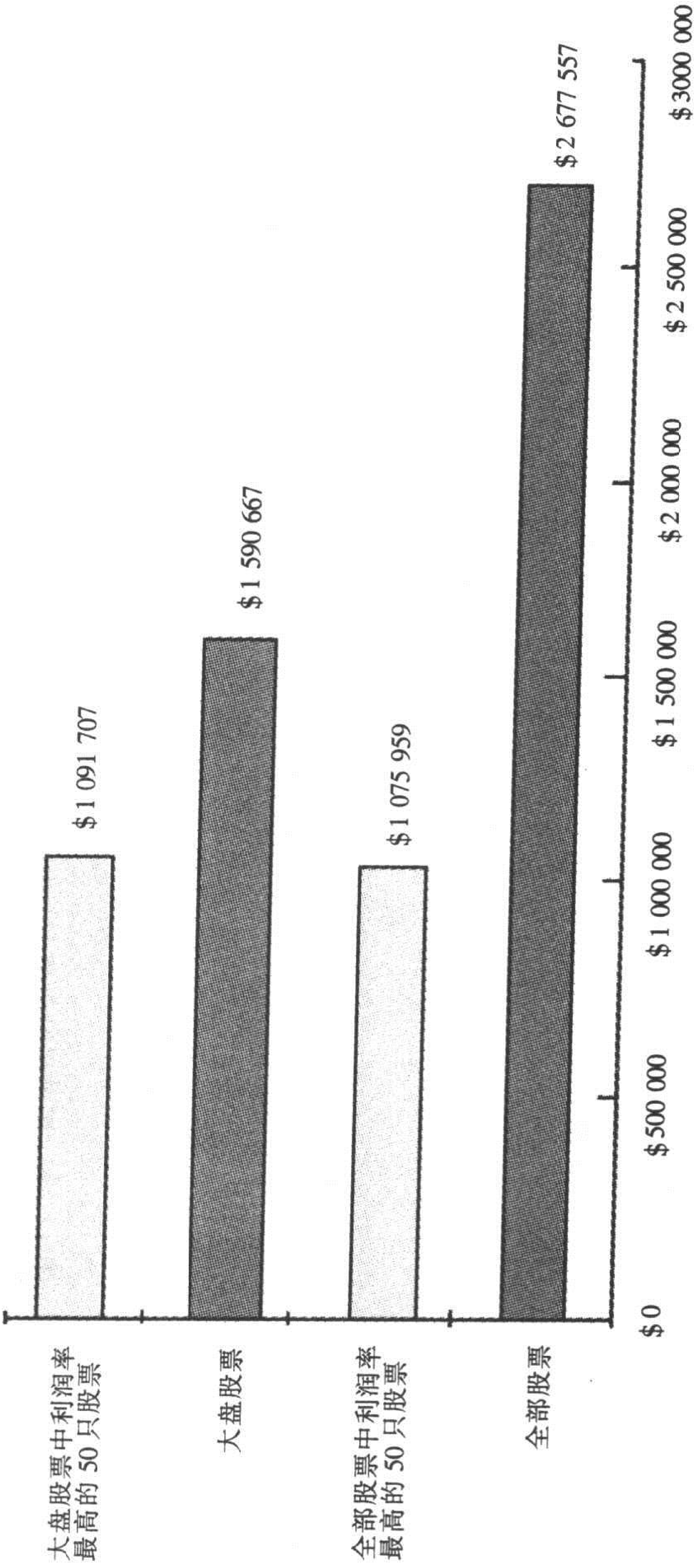


图 13-2 年度平衡后，1951 年 12 月 31 日投资 10 000 美元到 1996 年 12 月 31 日的价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

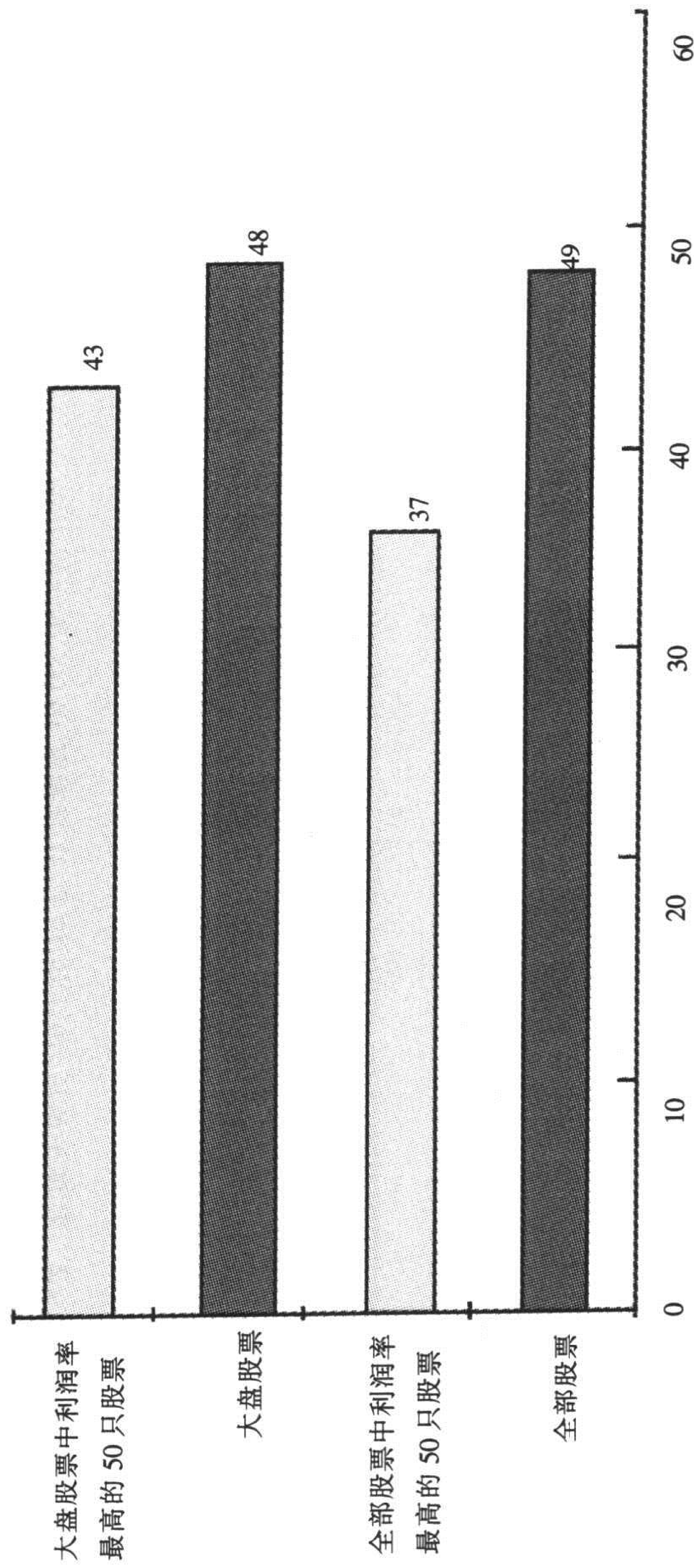


图 13－3　夏普风险调整收益指数，1951 年～1996 年（指数越高越好）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平均分组分析

对利润率的比率分析证明了50只股票的结果。仅仅因为一只股票有高的利润率就购买这只股票不是一个好主意。事实上，结果正好相反，一些利润率最低的股票比最高的股票表现要好（除了10%这个比率）。例如，将10 000美元投资于“全部股票”中具有最高利润率的股票的10%，价值增长为1 568 078美元，比投资于“全部股票”获得的利润要少，也比投资于9%最高收益率的股票的收益要***少得多***，只改变了一个百分点变化就如此大！对于“大盘股票”结果也一样，较低利润率的股票比较高利润率的股票收益大。表13－8，表13－9和图13－4和图13－5列出了这些结果。

表13－8 利润率概述*

分组序号	10 000美元增值为	平均收益率	复合收益率	标准差
1（利润率最高）	$1 568 078	13.36%	11.89%	17.77%
2	$1 907 174	13.55%	12.38%	15.90%
3	$2 153 167	13.99%	12.68%	16.81%
4	$1 512 735	13.05%	11.80%	16.74%
5	$1 894 891	14.17%	12.36%	19.40%
6	$2 699 742	15.26%	13.25%	20.82%
7	$2 529 680	15.17%	13.08%	21.10%
8	$3 305 809	15.88%	13.76%	21.62%
9	$3 454 324	16.03%	13.87%	21.83%
10（利润率最小）	$1 604 494	14.86%	11.95%	25.57%
“全部股票”	$2 677 557	14.97%	13.23%	19.51%

* 资料来源：“全部股票”按利润率的分组；时间：1951年～1996年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

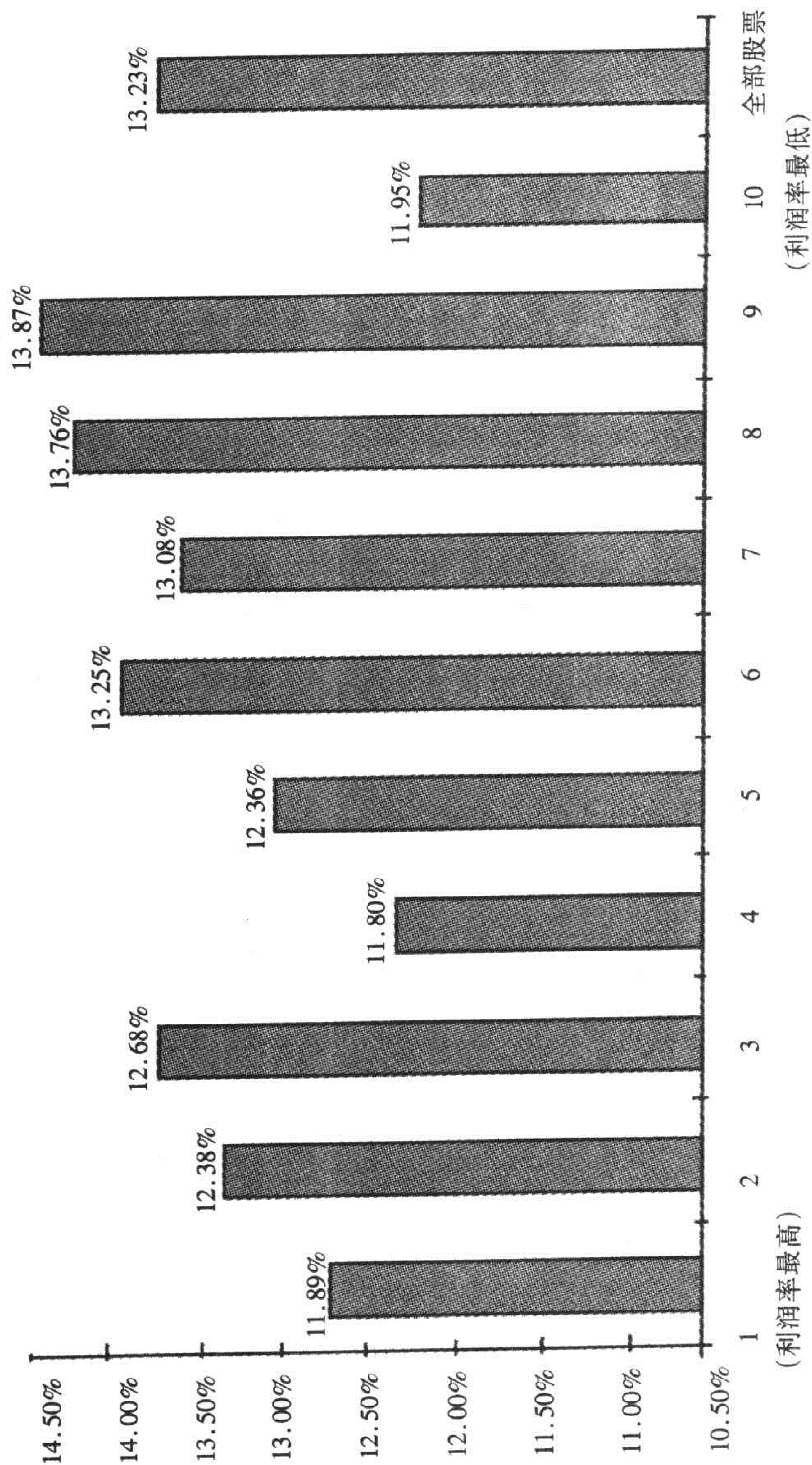


图 13-4 利润率按 10 年划分的复合收益率，"全部股票"样本，1951 年～1996 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

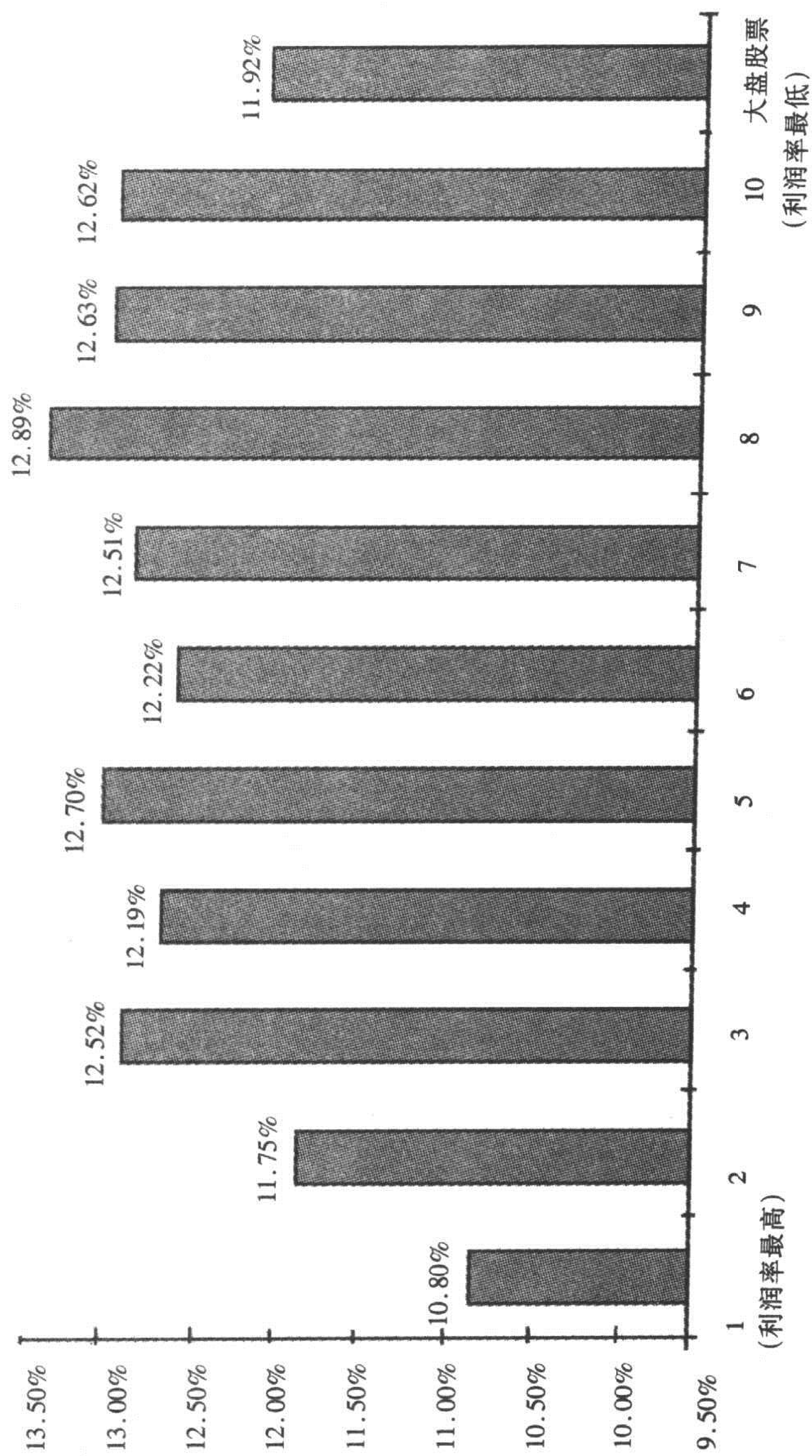


图 13-5　利润率按 10 年划分的复合收益率，“大盘股票”样本，1951 年～1996 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 13-9 利润率概述*

分组序号	10 000 美元增值为	平均收益率	复合收益率	标准差
1（利润率最高）	$1 011 172	12.01%	10.80%	16.26%
2	$1 484 857	12.81%	11.75%	15.14%
3	$2 017 522	13.57%	12.52%	14.92%
4	$1 771 464	13.42%	12.19%	16.55%
5	$2 170 358	14.01%	12.70%	16.77%
6	$1 790 421	13.54%	12.22%	16.92%
7	$2 014 218	14.06%	12.51%	18.44%
8	$2 341 631	14.38%	12.89%	17.95%
9	$2 108 530	14.12%	12.63%	18.18%
10（利润率最小）	$2 100 283	14.17%	12.62%	18.50%
“大盘股票”	$1 590 667	13.11%	11.92%	16.01%

* 资料来源：“大盘股票”按利润率分组；时间：1951 年～1996 年。

对投资者的启示

历史表明，如果购买股票时仅以高利润率作为决定因素，那么结果令人失望。实际上，根据百分比结果，我们发现，如果一个投资者要使用利润率作为惟一的判断标准，那么他要避免选择有最高利润率的那些股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Return on Equity

14

资本收益率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我宁愿看到人们怀疑真实，也不愿看到他们接受虚假。
——弗兰克·A·克拉克

高资本收益率是成长性股票的特征之一。资本收益率（return on equity，ROE）等于扣除非常项目之前的收入（即一个公司在扣除所有费用之后，进行股利分红之前的收入）除以普通股面值，所得结果再乘以100，用以表示百分比。在这里，我们用普通股清算价值（在COMPUWTAT中称为CEQL）来代替普通股账面价值。

和高利润率一样，很多人都认为高资本收益率可以用来很好地衡量一家公司将股东的钱用于投资的效率。资本收益率越高，公司用你的钱进行投资的能力就越强，因此，对这只股票的投资也就越成功。

检验结果

我们来看看从“全部股票”和“大盘股票”中挑选出来的高资本收益率的股票的结果怎样？我们从1951年12月31日开始，将10 000美元投资于“全部股票”中资本收益率最高的50只股票。同时我们也考察将“全部股票”和“大盘股票”按资本收益率分组之后的结果。和往常一样，我们将每年对证券组合重新进行调配，并且对会计数据做时滞调整，以避免前视偏差。

到1996年12月31日，投资在这50只资本收益率最高的股票上的10 000美元已增至2 507 363美元，略少于投资在“全部股票”中的2 677 557美元。在所得略少的同时，资本收益率最高的50只股票的风险要高很多，其收益的标准差为26.17%，远高于“全部股票”的19.51%。如此之高的风险使得50只资本收益率最高股票的夏普指数仅有41，比“全部股票”的49低8个百分点，基本比率则几乎完全对等。50只资本收益率最高的股票在一年期中有49%超过了“全部股票”，在五年滚动期中有46%超过，十年滚动期中是42%超过。你只要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

抛一下硬币就可以做得同样好。表 14－1，表 14－2 和表 14－3 归纳了“全部股票”样本组的各项结果。

表 14－1 年收益对比

年度（截止以下日期的一年）	“全部股票”	“全部股票”中资本收益率最高的 50 只股票	50 只资本收益率最高股票的相对收益率
1952 年 12 月 31 日	7.90%	9.80%	1.90%
1953 年 12 月 31 日	2.90%	－2.30%	－5.20%
1954 年 12 月 31 日	47.00%	64.90%	17.90%
1955 年 12 月 31 日	20.70%	23.30%	2.60%
1956 年 12 月 31 日	17.00%	25.20%	8.20%
1957 年 12 月 31 日	－7.10%	－9.70%	－2.60%
1958 年 12 月 31 日	55.00%	64.20%	9.20%
1959 年 12 月 31 日	23.00%	41.30%	18.30%
1960 年 12 月 31 日	6.10%	26.60%	20.50%
1961 年 12 月 31 日	31.20%	24.30%	－6.90%
1962 年 12 月 31 日	－12.00%	－15.50%	－3.50%
1963 年 12 月 31 日	18.00%	12.30%	－5.70%
1964 年 12 月 31 日	16.30%	14.70%	－1.60%
1965 年 12 月 31 日	22.60%	25.90%	3.30%
1966 年 12 月 31 日	－5.20%	0.02%	5.22%
1967 年 12 月 31 日	41.10%	96.30%	55.20%
1968 年 12 月 31 日	27.40%	18.40%	－9.00%
1969 年 12 月 31 日	－18.50%	－19.60%	－1.10%
1970 年 12 月 31 日	－5.80%	－3.40%	2.40%
1971 年 12 月 31 日	21.30%	31.00%	9.70%
1972 年 12 月 31 日	11.00%	3.80%	－7.20%
1973 年 12 月 31 日	－27.20%	－44.00%	－16.80%
1974 年 12 月 31 日	－27.90%	－26.50%	1.40%
1975 年 12 月 31 日	55.90%	49.80%	－6.10%
1976 年 12 月 31 日	35.60%	32.70%	－2.90%
1977 年 12 月 31 日	6.90%	18.70%	11.80%
1978 年 12 月 31 日	12.20%	10.70%	－1.50%
1979 年 12 月 31 日	34.30%	39.00%	4.70%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	“全部股票”	“全部股票”中资本收益率最高的 50 只股票	50 只资本收益率最高股票的相对收益率
1980 年 12 月 31 日	31.50%	40.60%	9.10%
1981 年 12 月 31 日	1.70%	-13.50%	-15.20%
1982 年 12 月 31 日	22.50%	34.00%	11.50%
1983 年 12 月 31 日	28.10%	13.20%	-14.90%
1984 年 12 月 31 日	-3.40%	-27.10%	-23.70%
1985 年 12 月 31 日	30.80%	33.30%	2.50%
1986 年 12 月 31 日	13.10%	18.70%	5.60%
1987 年 12 月 31 日	-1.30%	-9.50%	-8.20%
1988 年 12 月 31 日	21.20%	19.00%	-2.20%
1989 年 12 月 31 日	21.40%	23.60%	2.20%
1990 年 12 月 31 日	-13.80%	-18.10%	-4.30%
1991 年 12 月 31 日	39.80%	31.30%	-8.50%
1992 年 12 月 31 日	13.80%	8.50%	-5.30%
1993 年 12 月 31 日	16.60%	23.60%	7.00%
1994 年 12 月 31 日	-3.40%	-7.30%	-3.90%
1995 年 12 月 31 日	27.00%	28.10%	1.10%
1996 年 12 月 31 日	18.30%	14.20%	-4.10%
算术平均数	14.97%	16.10%	1.13%
标准差	19.51%	26.17%	6.67%

表 14-2 收益情况概述*

	“全部股票”	“全部股票”中资本收益率最高的 50 只股票
算术平均数	14.97%	16.10%
收益标准差	19.51%	26.17%
夏普风险调整指数	49.00	41.00

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	“全部股票”	“全部股票”中资本收益率最高的 50 只股票
3 年期复合收益率	13.22%	10.69%
5 年期复合收益率	14.00%	12.71%
10 年期复合收益率	12.92%	10.04%
15 年期复合收益率	14.44%	10.64%
20 年期复合收益率	14.97%	12.27%
25 年期复合收益率	12.74%	8.98%
30 年期复合收益率	12.43%	10.56%
35 年期复合收益率	11.64%	9.97%
40 年期复合收益率	12.62%	11.96%
年度复合收益率	13.23%	13.06%
10 000 美元增值为	$2 677 556.77	$2 507 363.29
最高年度收益	55.90%	96.30%
最低年度收益	-27.90%	-44.00%
最高年度预期收益**	53.98%	68.44%
最低年度预期收益***	-24.04%	-36.24%

* 时间：1951 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。

** 最高年度预期收益为平均收益率加 2 个收益标准差。

*** 最低年度预期收益为平均收益率减 2 个收益标准差。

表 14-3 “全部股票”及“全部股票”中 50 只资本收益率最高股票的基本比例*

项目	“全部股票”中资本收益率最高的 50 只股票超过“全部股票”的时期数	比例
年度收益率	45 期中的 22 期	49.00%
五年滚动期复合收益率	41 期中的 19 期	46.00%
十年滚动期复合收益率	36 期中的 15 期	42.00%

* 时间：1951 年～1996 年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在“大盘股票”中要差一些

如果投资于“大盘股票”中资本收益率最高的50只股票，则表现更差一些。这种情况下，10 000美元的投资会在1996年底增至1 138 300美元，年复合收益率为11.10%。这还不如直接投资于“大盘股票”本身，后者可以得到1 590 667美元。“大盘股票”中资本收益率最高的50只股票的风险也要更大一些：其收益的标准差为19.45%，相比之下，“大盘股票”整体本身的标准差为16.01%。风险和收益上的差异使得50只资本收益率最高股票的夏普指数为39，比“大盘股票”整体的48低9个点。

“大盘股票”组的基本比率也比“全部股票”组的基本比率差。“大盘股票”组中50只资本收益率最高的股票在一年期中有44%超过了“大盘股票”组，在五年滚动期中有39%超过，在十年滚动期中有36%超过。表14－4，表14－5和表14－6中归纳了“大盘股票”样本组的各项结果。

表14－7中列出了两个组中按十年期计算的年复合收益率。图14－1至图14－3用图形的方式展示了这些结果。

表14－4 年收益对比

年度（截止以下日期的一年）	“大盘股票”	“大盘股票”中资本收益率最高的50只股票	50只资本收益率最高股票的相对收益率
1952年12月31日	9.30%	10.10%	0.80%
1953年12月31日	2.30%	-0.07%	-2.37%
1954年12月31日	44.90%	56.20%	11.30%
1955年12月31日	21.20%	30.40%	9.20%
1956年12月31日	9.60%	11.50%	1.90%
1957年12月31日	-6.90%	-13.30%	-6.40%
1958年12月31日	42.10%	46.50%	4.40%
1959年12月31日	9.90%	16.10%	6.20%
1960年12月31日	4.80%	9.40%	4.60%
1961年12月31日	27.50%	26.00%	-1.50%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	“大盘股票”	“大盘股票”中资本收益率最高的50只股票	50只资本收益率最高股票的相对收益率
1962年12月31日	-8.90%	-17.00%	-8.10%
1963年12月31日	19.50%	19.00%	-0.50%
1964年12月31日	15.30%	11.70%	-3.60%
1964年12月31日	16.20%	19.90%	3.70%
1966年12月31日	-4.90%	2.80%	7.70%
1967年12月31日	21.30%	27.60%	6.30%
1968年12月31日	16.80%	11.70%	-5.10%
1969年12月31日	-9.90%	-1.00%	8.90%
1970年12月31日	-0.20%	-1.80%	-1.60%
1971年12月31日	17.30%	25.70%	8.40%
1972年12月31日	14.90%	15.20%	0.30%
1973年12月31日	-18.90%	-31.40%	-12.50%
1974年12月31日	-26.70%	-32.40%	-5.70%
1975年12月31日	43.10%	39.80%	-3.30%
1976年12月31日	28.00%	31.50%	3.50%
1977年12月31日	-2.50%	-4.00%	-1.50%
1978年12月31日	8.10%	4.20%	-3.90%
1979年12月31日	27.30%	38.20%	10.90%
1980年12月31日	30.80%	42.60%	11.80%
1981年12月31日	0.60%	-9.60%	-10.20%
1982年12月31日	19.90%	14.70%	-5.20%
1983年12月31日	23.80%	13.00%	-10.80%
1984年12月31日	-0.40%	-6.90%	-6.50%
1985年12月31日	19.50%	39.20%	19.70%
1986年12月31日	32.20%	17.20%	-15.00%
1987年12月31日	3.30%	-5.40%	-8.70%
1988年12月31日	19.00%	15.10%	-3.90%
1989年12月31日	26.00%	26.00%	0.00%
1990年12月31日	-8.70%	-11.20%	-2.50%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	“大盘股票”	“大盘股票”中资本收益率最高的 50 只股票	50 只资本收益率最高股票的相对收益率
1991 年 12 月 31 日	33.00%	39.00%	6.00%
1992 年 12 月 31 日	8.70%	2.00%	-6.70%
1993 年 12 月 31 日	16.30%	10.70%	-5.60%
1994 年 12 月 31 日	-1.90%	0.00%	1.90%
1995 年 12 月 31 日	28.50%	23.60%	-4.90%
1996 年 12 月 31 日	18.70%	16.20%	-2.50%
算术平均数	13.11%	12.86%	-0.25%
标准差	16.01%	19.45%	3.44%

表 14-5 收益情况概述*

	“大盘股票”	“大盘股票”中资本收益率最高的 50 只股票
算术平均数	13.11%	12.86%
收益标准差	16.01%	19.45%
夏普风险调整指数	48.00	39.00
3 年期复合收益率	14.38%	12.83%
5 年期复合收益率	13.60%	10.15%
10 年期复合收益率	13.53%	10.63%
15 年期复合收益率	15.16%	11.91%
20 年期复合收益率	14.37%	11.99%
25 年期复合收益率	12.34%	9.41%
30 年期复合收益率	11.67%	9.79%
35 年期复合收益率	10.96%	9.29%
40 年期复合收益率	11.36%	10.02%
年度复合收益率	11.92%	11.10%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	"大盘股票"	"大盘股票"中资本收益率最高的 50 只股票
10 000 美元增值为	$1 590 667.04	$1 138 299.52
最高年度收益	44.90%	56.20%
最低年度收益	−26.70%	−32.40%
最高年度预期收益**	45.12%	51.75%
最低年度预期收益***	−18.91%	−26.03%

* 时间：1951 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。

** 最高年度预期收益为平均收益率加 2 个收益标准差。

*** 最低年度预期收益为平均收益率减 2 个收益标准差。

表 14-6　"大盘股票"及"大盘股票"中 50 只资本收益率最高股票的基本比例*

项　　目	"大盘股票"中资本收益率最高的 50 只股票超过"大盘股票"的时期数	比　　例
年度收益率	45 期中的 20 期	44.00%
五年滚动期复合收益率	41 期中的 16 期	39.00%
十年滚动期复合收益率	36 期中的 13 期	36.00%

* 时间：1951 年～1996 年。

表 14-7　按十年期计算的复合年度收益率

投资组合	50 年代*	60 年代	70 年代	80 年代	90 年代**
大盘股票	15.33%	8.99%	6.99%	16.89%	12.61%
"大盘股票"中资本收益率最高的 50 只股票	17.71%	10.22%	5.30%	13.29%	10.42%
全部股票	19.22%	11.09%	8.53%	15.85%	12.78%
"全部股票"中资本收益率最高的 50 只股票	24.36%	14.96%	6.98%	10.97%	10.06%

* 1952 年～1959 年间的收益率。

** 1990 年～1996 年间的收益率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

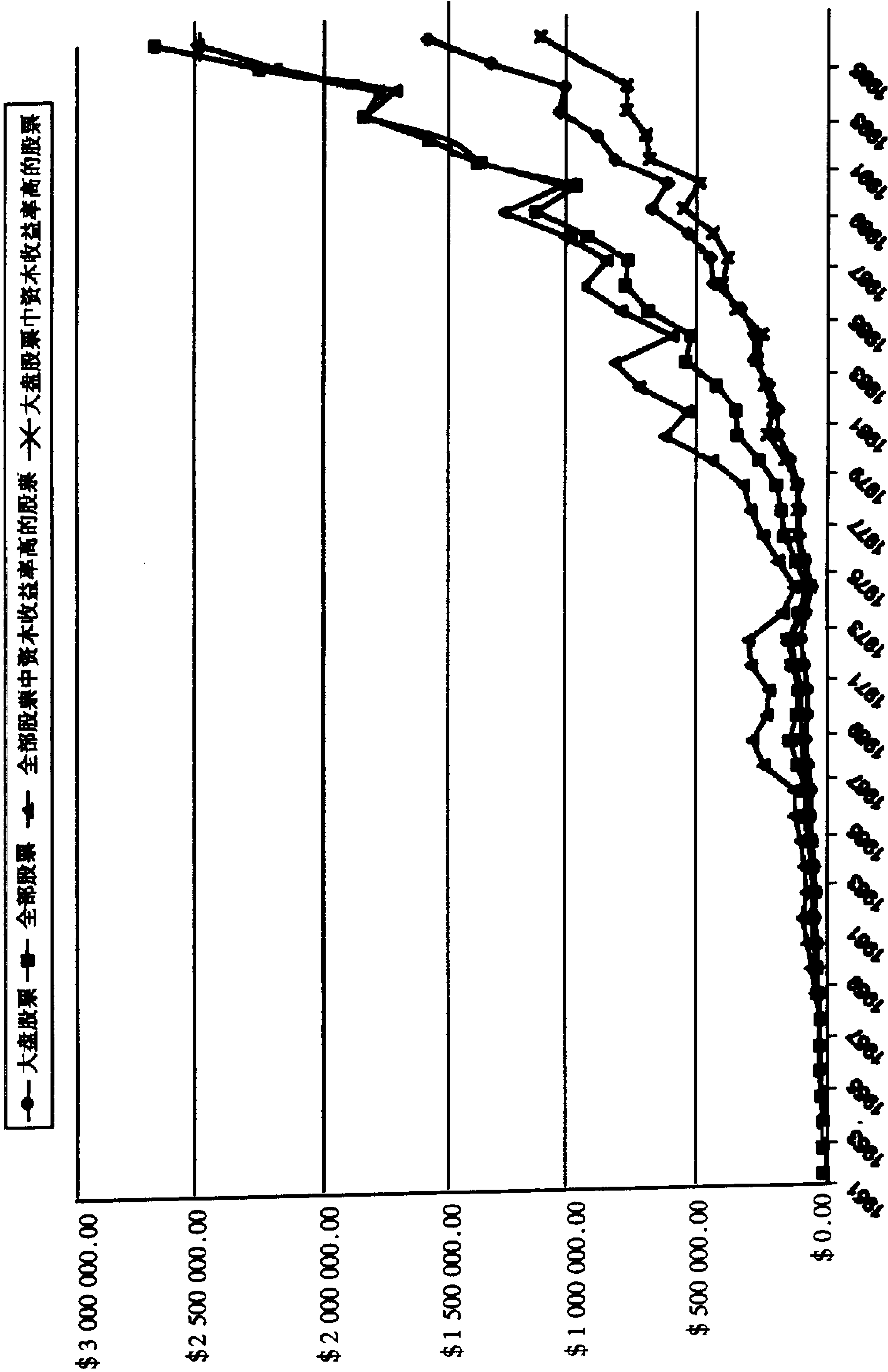


图 14－1 高资本收益率策略与“全部股票”和“大盘股票”的收益对比，1951年～1996年，1951年底=10 000美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

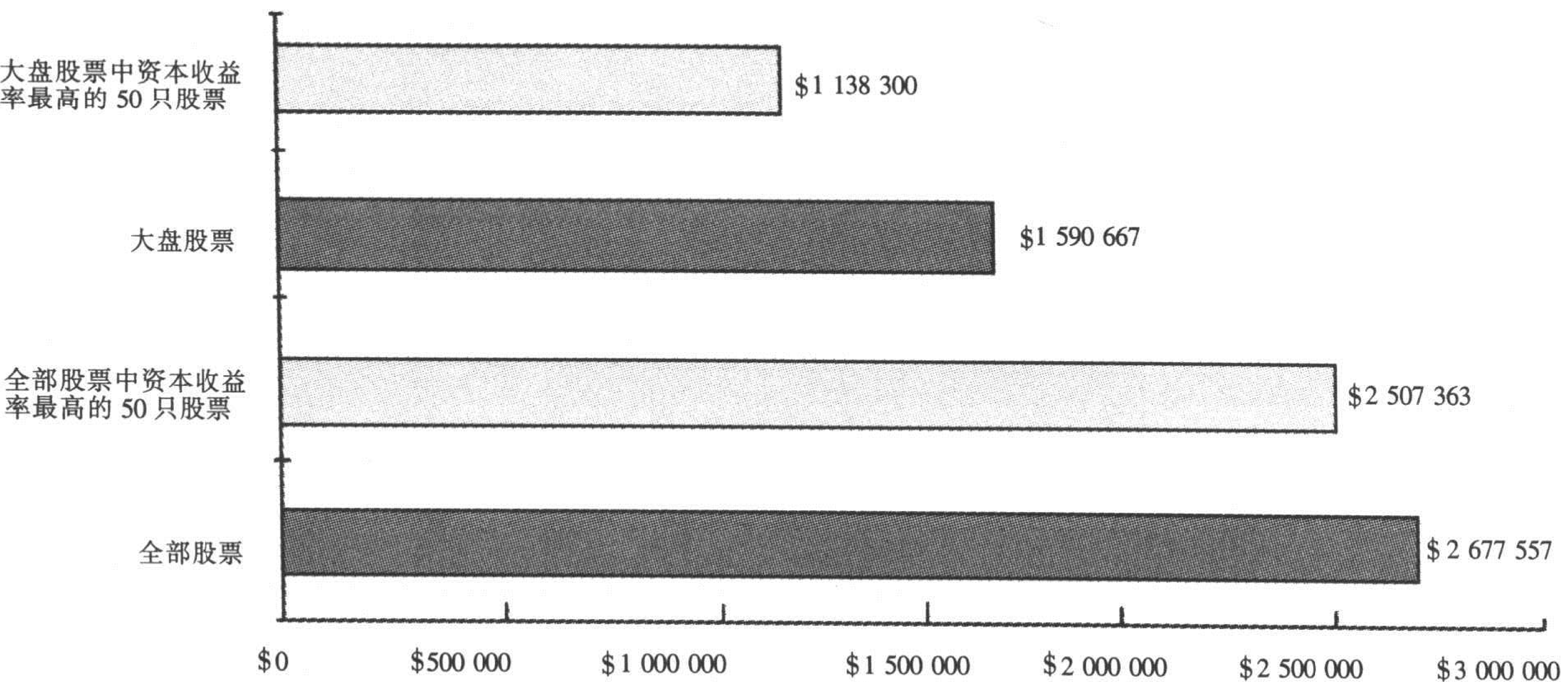


图 14－2 1951 年 12 月 31 日投资 10 000 美元，并且每年重新进行调整，至 1996 年 12 月 31 日的总值



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

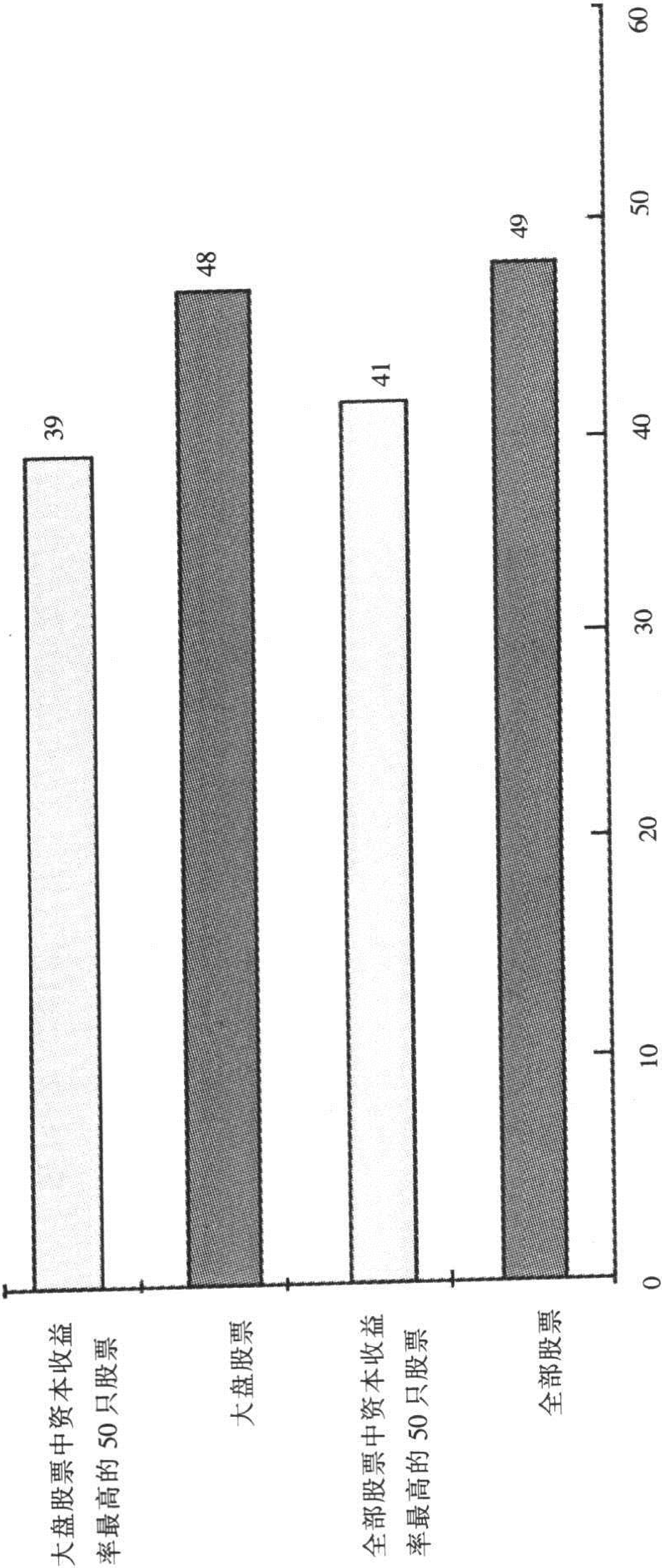


图 14－3 夏普风险调整指数对比，1951 年～1996 年（指数越高越好）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平均分组分析

对资本收益率的分组分析结果有些不太一样。这里我们看到，如果一个投资者集中投资于第二组和第三组中资本收益率较高的股票，那么他的收益将是投资于基本组合的2倍；将10 000美元投资于“全部股票”中按资本收益率分的第二组（即资本收益率第二高的那组），则将增至5 761 996美元，年复合收益率为15.17%。这远远高于“全部股票”的13.23%。但是高达26.27%的标准差使得夏普指数仅为48，比“全部股票”的49低一个点。在表14－8和表14－9，以及图14－4和图14－5中列出了各项结果。

表14－8　　收益情况概述*

分组序号	10 000美元增值为	平均收益率	复合收益率	标准差
1（资本收益率最高）	$2 805 327	16.05%	13.34%	24.72%
2	$5 761 996	17.91%	15.17%	26.27%
3	$3 566 269	16.27%	13.95%	22.55%
4	$2 004 480	14.22%	12.50%	19.21%
5	$2 948 707	15.44%	13.47%	20.61%
6	$2 692 199	15.22%	13.24%	20.73%
7	$2 653 724	14.93%	13.20%	19.27%
8	$4 144 374	16.16%	14.33%	20.15%
9	$2 059 215	14.49%	12.57%	20.50%
10（资本收益率最低）	$1 834 419	15.09%	12.28%	25.31%
“全部股票”	$2 677 557	14.97%	13.23%	19.51%

* 资料来源：“全部股票”按资本收益率分组；时间：1951年～1996年。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

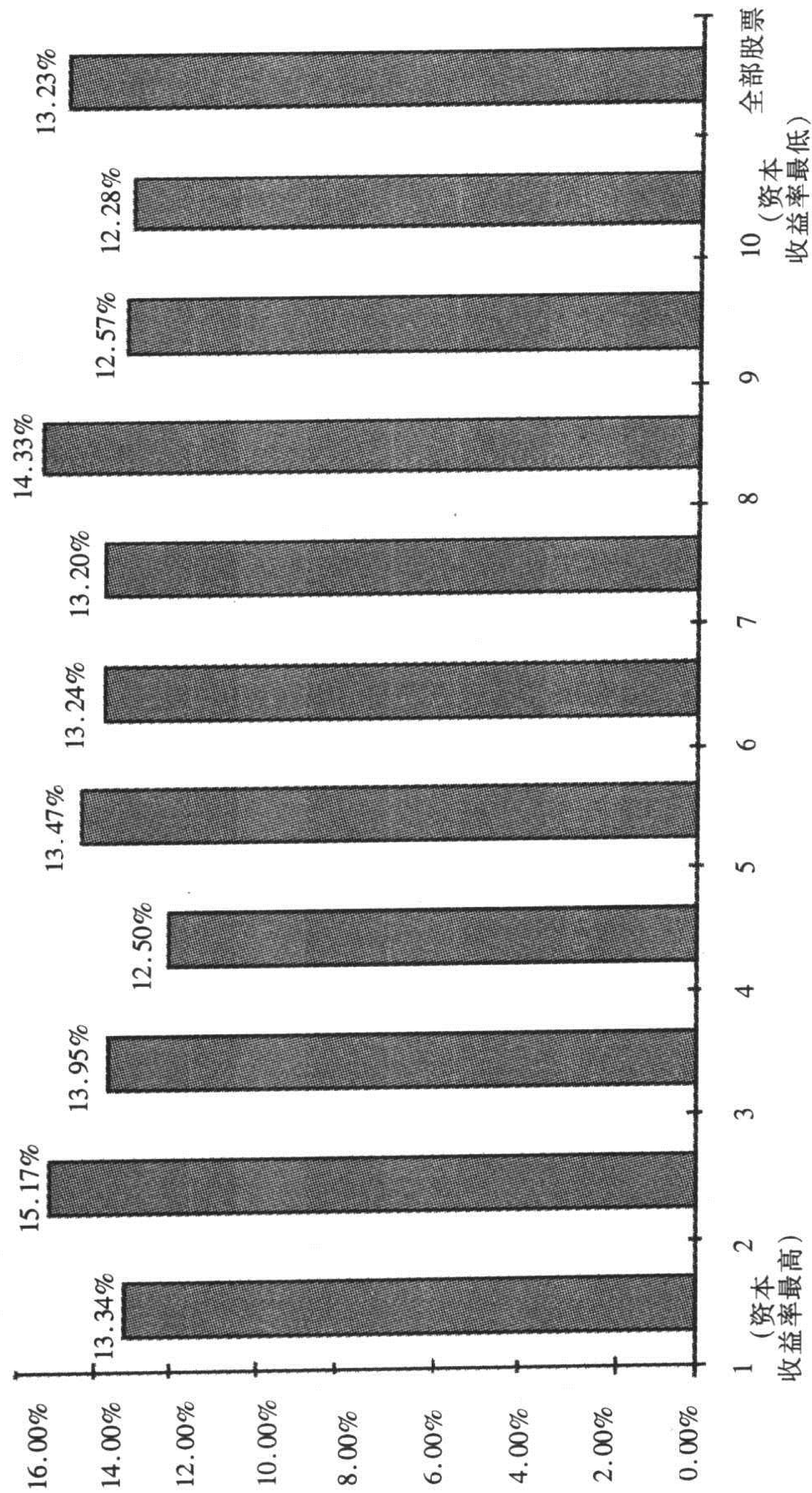


图 14-4 "全部股票"样本组按资本收益率分组的复合收益率，1951 年～1996 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

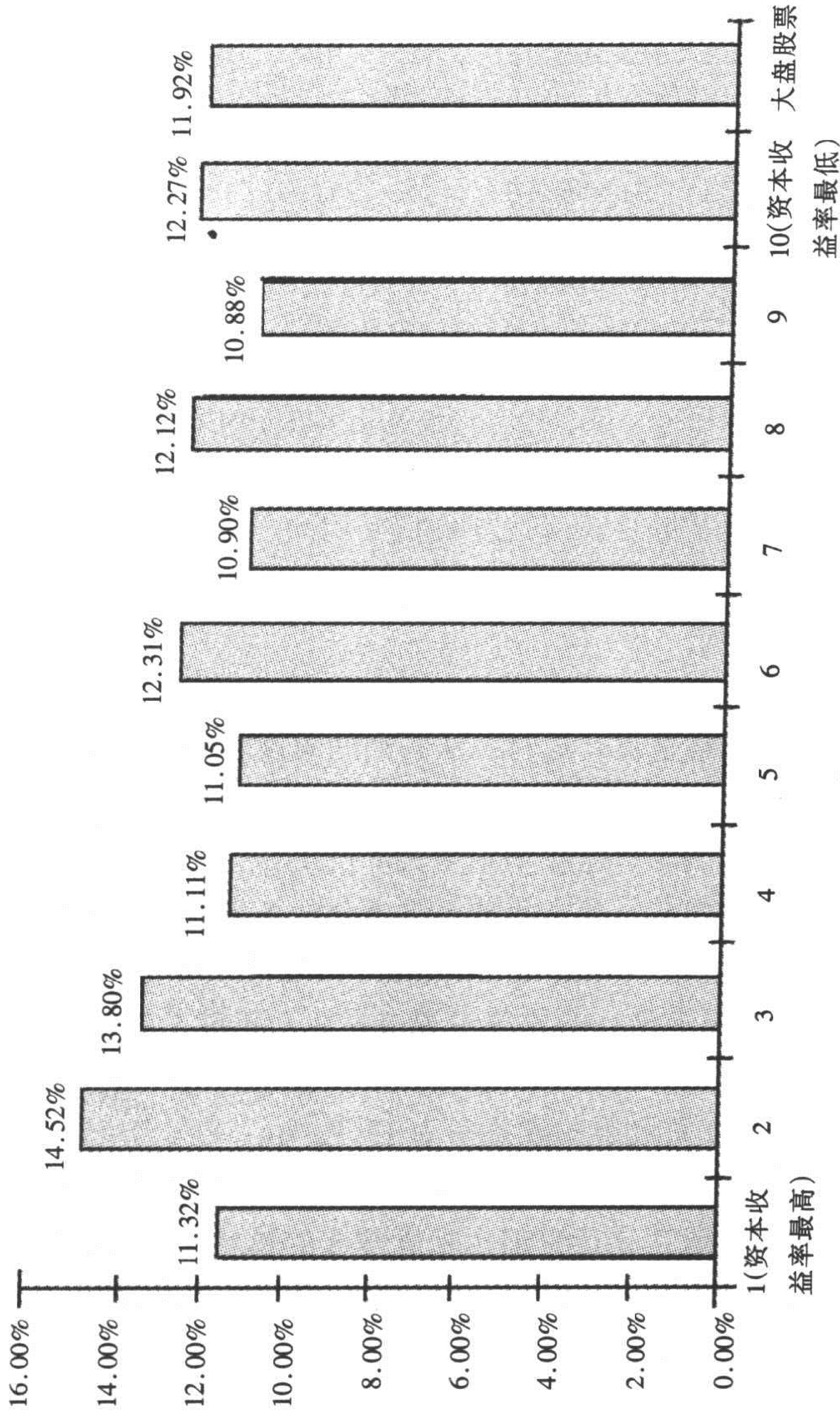


图14－5 "大盘股票"样本组按资本收益率分组的复合收益率，1951年～1996年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 14－9 收益情况概述*

分组序号	10 000美元增值为	平均收益率	复合收益率	标准差
1（资本收益率最高）	$ 1 246 113	13.33%	11.32%	20.98%
2	$ 4 471 608	16.23%	14.52%	19.39%
3	$ 3 366 313	15.34%	13.80%	18.29%
4	$ 1 145 818	12.43%	11.11%	16.80%
5	$ 1 118 998	12.43%	11.05%	17.25%
6	$ 1 855 489	13.72%	12.31%	17.44%
7	$ 1 051 858	12.21%	10.90%	16.73%
8	$ 1 719 019	13.36%	12.12%	16.65%
9	$ 1 041 370	12.23%	10.88%	17.00%
10（资本收益率最低）	$ 1 830 812	13.69%	12.27%	17.57%
“大盘股票”	$ 1 590 667	13.11%	11.92%	16.01%

* 资料来源：“大盘股票”按资本收益率分组；时间：1951 年～1996 年。

对投资者的启示

在判断一种策略是否有效时，从长期的角度看问题是很重要的，资本收益率是证明这一点的很好的例子。假定在 1964 年底时，一位年轻的投资者刚刚大学毕业。他在华尔街找了份工作，开始研究高资本收益率的股票价格表现如何。前十年的数据十分令人鼓舞：在 1951 年 12 月 31 日到 1959 年 12 月 1 日之间的时间里，“全部股票”和“大盘股票”中的 50 只资本收益率最高的股票表现很好，均超过了各自的基本组合。从“全部股票”中选出的 50 只股票的年收益率为 24.36，而从“大盘股票”中选出的 50 只股票的收益率为 17.71%。

各项数据和内在原因都很有道理。有的公司将股东的钱运用得很好，那么就购买其股票，让它们也来管理你的钱。这是既简单，又合理的。但是我们这位年轻的投资者有些怀疑，他要亲眼看到证据才会相信。

这样，他继续观察。在 1965 年，“全部股票”中 50 只资本收益率最高股票的年收益率为 26%，高于“全部股票”的 23%。尽管对于“全部股票”来讲，第二年是个熊市，该组合损失了 5%，但是资本收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益率最高的 50 只股票却得到了 0.02% 的盈利。这位年轻的投资者受到了鼓舞。然后到了 1967 年。“全部股票”中资本收益率最高的 50 只股票猛升了 96%，比“全部股票”样本组的收益率高 55 个百分点，

我们这位年轻的投资者被迷住了。他既有过去十年的统计数据，又有过去三年的亲身经历，这些都证明他确实找到了一些规律。他在以后的许多年中都会坚信，高资本收益率的股票是一种相当不错的投资，尽管从长远来看，这一策略的表现实际上要比大市差一些。如果他能看看 30 年代和 40 年代的研究结果，这位投资者可能会得到和我们一样的结果，即资本收益率最高的 50 只股票只在 50% 的时间里是一项好的投资。

分组分析的结果又有所不同。只有资本收益率最高的那 10% 的股票（即第一组）没有出众之处。而从绝对收益来看，“全部股票”和“大盘股票”中的第二组和第三组都超过各自的基本组合很多。不过，只有“大盘股票”中的第二组在风险调整收益方面超过了基本组合。在这两个样本组中，分组的结果都缺乏价售比和其他比率所表现出来的一贯性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Relative Price Strength: Winners Continue to Win

15

相对价格强度：胜者常胜

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也许竞赛场上不总是跑得快的人获胜，战场的赢家也不一定总属于强者——但这是押宝的方式。

——戴蒙·鲁尼恩

"不要跟大市过不去。"

"顺势而为。"

"放弃亏损股，持有盈利股。"

这些华尔街上的格言意味着同一件事——把赌注下在价格趋势（price momentum）上。在华尔街所有的信仰中，价格趋势在信奉有效市场（efficient market）的理论家们中反对呼声最高。他们理论的关键原则是你不能用过去的价格预测未来的价格。一只股票价格一年内可能翻3倍，但根据有效市场理论，这并不能影响下一年的价格。信奉有效市场的理论家们痛恨价格趋势，因为它独立于所有的会计变量。如果购买强势股起作用，则股价就会有"记忆"，并对该股的未来走势传递有用的信息。

另一学派声称，你应当购买那些被市场最不看好的股票。这是华尔街上抄底者们的观点，他们以绝对价格变动作为行动指南，购买那些表现不佳的问题股。让我们瞧瞧谁说的对。

检验结果

我们从"全部股票"和"大盘股票"中选择购买50只在一年中价格上涨最高和跌幅最深的股票。这样做的结果与购买上一年度最佳盈利股和最差亏损股的结果形成对比。我们也可以把"全部股票"和"大盘股票"等分成十组来研究。让我们首先看看盈利股（在本章和未来章节，***相对强度***（relative strength，RS）和***价格表现者***（price performers）两个术语将交互使用。具有最高的相对强度的股票也是与上年价格相比升值最大的盈利股）。我们在1951年12月31日购买与上年相比价格升

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值最大的 50 只股票。把当年的收盘价（closing price）除以 12 月之前的收盘价得到这个数据。这样，如果 XYZ 股票今年收盘于 10，去年收盘于 2，则盈利为 400%，价格指数为 5（10÷2）。

在 1951 年 12 月 31 日，从“全部股票”中选择与上年比升值最大的 50 只股票投资10 000美元，到 1996 年底将价值4 113 706美元，年复合收益率为 14.31%。这是用成长股票变量衡量的、与我们已见到的“全部股票”样本相比第一个重大的优势（10 000美元投资于“全部股票”到 1996 年底价值2 677 557美元）。这 50 只股票组合的表现伴随着一个巨大的警告——风险是非常高的。这 50 只一年内价格表现最佳的股票收益率的标准差是 29.8%，这是从单一因素我们所能见到的最高的标准差。巨大的风险使夏普指数达到 43，低于“全部股票”的 49。我们将在分成十组的分析中看到，通过集中于以价格升值衡量的前 10%的股票，价格实际上随着风险降低而上升。

我不能过度渲染执着于异动策略有多难，正如我们将谈到的这种策略，投资者通常被出奇高的相对价格升值所吸引而关注此策略，例如 1991 年，当时“全部股票”中相对强度最高的 50 只股票盈利了 101%。当一种策略起作用而人们认为他们可以应付股价异动时，他们却会因在牛市上使用异动策略损失了 30%而显得郁郁寡欢。令人伤感的代价是巨大的，在你使用一个高度异动策略之前必须了解这一点。我们将在以后的章节中澄清，你应当有一些异动股票的敞口头寸（exposure），但不能占你的投资组合的大多数。很少投资者有兴趣如同在公园里的滑行铁道中骑行一样行动。

一年内相对强度最高的 50 只股票的基本比率均为正，该策略在十年滚动期里 75%的时间表现强于大市。表 15－1，表 15－2 总结了“全部股票”样本的收益率情况。

表 15－1 年度收益率对比

年度（截止以下日期的一年）	“全部股票”	“全部股票”中一年里 RS 最高的 50 只股票	一年中 RS 最高的 50 只股票的相对收益率
1952 年 12 月 31 日	7.90%	3.10%	－4.80%
1953 年 12 月 31 日	2.90%	3.80%	0.90%
1954 年 12 月 31 日	47.00%	62.30%	15.30%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	"全部股票"	"全部股票"中一年里 RS 最高的 50 只股票	一年中 RS 最高的 50 只股票的相对收益率
1955 年 12 月 31 日	20.70%	32.00%	11.30%
1956 年 12 月 31 日	17.00%	29.20%	12.20%
1957 年 12 月 31 日	-7.10%	-16.50%	-9.40%
1958 年 12 月 31 日	55.00%	68.10%	13.10%
1959 年 12 月 31 日	23.00%	39.90%	16.90%
1960 年 12 月 31 日	6.10%	9.40%	3.30%
1961 年 12 月 31 日	31.20%	35.20%	4.00%
1962 年 12 月 31 日	-12.00%	-22.60%	-10.60%
1963 年 12 月 31 日	18.00%	33.60%	15.60%
1964 年 12 月 31 日	16.30%	5.30%	-11.00%
1965 年 12 月 31 日	22.60%	44.40%	21.80%
1966 年 12 月 31 日	-5.20%	-3.90%	1.30%
1967 年 12 月 31 日	41.10%	64.30%	23.20%
1968 年 12 月 31 日	27.40%	18.40%	-9.00%
1969 年 12 月 31 日	-18.50%	-21.90%	-3.40%
1970 年 12 月 31 日	-5.80%	-26.30%	-20.50%
1971 年 12 月 31 日	21.30%	39.90%	18.60%
1972 年 12 月 31 日	11.00%	20.10%	9.10%
1973 年 12 月 31 日	-27.20%	-32.10%	-4.90%
1974 年 12 月 31 日	-27.90%	-27.10%	0.80%
1975 年 12 月 31 日	55.90%	36.00%	-19.90%
1976 年 12 月 31 日	35.60%	25.30%	-10.30%
1977 年 12 月 31 日	6.90%	22.50%	15.60%
1978 年 12 月 31 日	12.20%	25.80%	13.60%
1979 年 12 月 31 日	34.30%	50.90%	16.60%
1980 年 12 月 31 日	31.50%	66.00%	34.50%
1981 年 12 月 31 日	1.70%	-13.50%	-15.20%
1982 年 12 月 31 日	22.50%	27.10%	4.60%
1983 年 12 月 31 日	28.10%	22.80%	-5.30%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	"全部股票"	"全部股票"中一年里 RS 最高的 50 只股票	一年中 RS 最高的 50 只股票的相对收益率
1984 年 12 月 31 日	-3.40%	-19.50%	-16.10%
1985 年 12 月 31 日	30.80%	40.00%	9.20%
1986 年 12 月 31 日	13.10%	14.30%	1.20%
1987 年 12 月 31 日	-1.30%	-3.90%	-2.60%
1988 年 12 月 31 日	21.20%	8.10%	-13.10%
1989 年 12 月 31 日	21.40%	39.00%	17.60%
1990 年 12 月 31 日	-13.80%	-11.90%	1.90%
1991 年 12 月 31 日	39.80%	101.30%	61.50%
1992 年 12 月 31 日	13.80%	-7.90%	-21.70%
1993 年 12 月 31 日	16.60%	26.20%	9.60%
1994 年 12 月 31 日	-3.40%	-19.70%	-16.30%
1995 年 12 月 31 日	27.00%	34.00%	7.00%
1996 年 12 月 31 日	18.30%	-7.26%	-25.56%
算术平均数	14.97%	18.09%	3.13%
标准差	19.51%	29.80%	10.29%

表 15－2　收益率情况概述*

	"全部股票"	"全部股票"中一年 RS 最高的 50 只股票
算术平均数	14.97%	18.09%
收益标准差	19.51%	29.80%
夏普风险调整指数	49.00	43.00
3 年期复合收益率	13.22%	-0.07%
5 年期复合收益率	14.00%	3.01%
10 年期复合收益率	12.92%	11.50%
15 年期复合收益率	14.44%	12.65%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	“全部股票”	“全部股票”中一年 RS 最高的 50 只股票
20 年期复合收益率	14.97%	16.14%
25 年期复合收益率	12.74%	12.78%
30 年期复合收益率	12.43%	12.20%
35 年期复合收益率	11.64%	11.68%
40 年期复合收益率	12.62%	13.13%
年度复合收益率	13.23%	14.31%
10 000 美元增值为	$2 677 556.77	$4 113 706.26
最高年度收益	55.90%	101.30%
最低年度收益	-27.90%	-32.10%
最高年度预期收益**	53.98%	77.70%
最低年度预期收益***	-24.04%	-41.51%

* 时间：1951 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。

** 最高年度预期收益为平均收益率加 2 个收益标准差。

*** 最低年度预期收益为平均收益率减 2 个收益标准差。

表 15-3 “全部股票”及其中一年相对强度（RS）最高的 50 只股票的基本比例*

项　目	50 只 RS 最高股超过“全部股票”的时期数	比　例
年度收益率	45 期中的 27 期	60.00%
五年滚动期复合收益率	41 期中的 27 期	66.00%
十年滚动期复合收益率	36 期中的 27 期	75.00%

* 时间：1951 年～1996 年。

“大盘股票”表现更佳

从“大盘股票”中挑出的 50 只股票比从“全部股票”中挑出的 50

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只股票表现更佳，也比“大盘股票”的投资回报高出 1 倍多。10 000美元在 1951 年 12 月 31 日投资于从“大盘股票”中挑选出的上年价格表现最佳的 50 只股票增加到了4 429 185美元，几乎是单投资于“大盘股票”获得的1 590 667美元的 3 倍。风险也更易于管理，因为 50 只表现最佳股票显示收益率的标准差为 21.99%，比“大盘股票”收益率的 16.01%的标准差高出 5.98%。因为绝对回报更高，从“大盘股票”中挑选的 50 只一年内价格表现最佳的股票的夏普指数比“全部股票”理想，达到了 51。

所有的基本比率都为正，在十年滚动期中，从“大盘股票”中挑选的 50 只相对强度最高的股票在 89% 的时间里跑赢大市。表 15-4，表 15-5 和表 15-6 总结了“大盘股票”的结果。

表 15-4 年度收益率对比

年度（截止以下日期的一年）	“大盘股票”	“大盘股票”中一年里 RS 最高的 50 只股票	一年中 RS 最高的 50 只股票的相对收益率
1952 年 12 月 31 日	9.30%	6.50%	-2.80%
1953 年 12 月 31 日	2.30%	6.00%	3.70%
1954 年 12 月 31 日	44.90%	44.40%	-0.50%
1955 年 12 月 31 日	21.20%	31.60%	10.40%
1956 年 12 月 31 日	9.60%	13.10%	3.50%
1957 年 12 月 31 日	-6.90%	-11.50%	-4.60%
1958 年 12 月 31 日	42.10%	42.40%	0.30%
1959 年 12 月 31 日	9.90%	15.90%	6.00%
1960 年 12 月 31 日	4.80%	1.00%	-3.80%
1961 年 12 月 31 日	27.50%	32.20%	4.70%
1962 年 12 月 31 日	-8.90%	-12.10%	-3.20%
1963 年 12 月 31 日	19.50%	24.00%	4.50%
1964 年 12 月 31 日	15.30%	20.90%	5.60%
1965 年 12 月 31 日	16.20%	31.00%	14.80%
1966 年 12 月 31 日	-4.90%	3.20%	8.10%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	“大盘股票”	“大盘股票”中一年里 RS 最高的 50 只股票	一年中 RS 最高的 50 只股票的相对收益率
1967 年 12 月 31 日	21.30%	40.60%	19.30%
1968 年 12 月 31 日	16.80%	11.50%	-5.30%
1969 年 12 月 31 日	-9.90%	-6.80%	3.10%
1970 年 12 月 31 日	-0.20%	-13.90%	-13.70%
1971 年 12 月 31 日	17.30%	21.50%	4.20%
1972 年 12 月 31 日	14.90%	27.50%	12.60%
1973 年 12 月 31 日	-18.90%	-16.40%	2.50%
1974 年 12 月 31 日	-26.70%	-30.70%	-4.00%
1975 年 12 月 31 日	43.10%	30.70%	-12.40%
1976 年 12 月 31 日	28.00%	23.10%	-4.90%
1977 年 12 月 31 日	-2.50%	0.03%	2.53%
1978 年 12 月 31 日	8.10%	21.80%	13.70%
1979 年 12 月 31 日	27.30%	28.60%	1.30%
1980 年 12 月 31 日	30.80%	68.20%	37.40%
1981 年 12 月 31 日	0.60%	-18.00%	-18.60%
1982 年 12 月 31 日	19.90%	39.80%	19.90%
1983 年 12 月 31 日	23.80%	18.90%	-4.90%
1984 年 12 月 31 日	-0.40%	-10.10%	-9.70%
1985 年 12 月 31 日	19.50%	45.20%	25.70%
1986 年 12 月 31 日	32.20%	27.00%	-5.20%
1987 年 12 月 31 日	3.30%	10.50%	7.20%
1988 年 12 月 31 日	19.00%	7.00%	-12.00%
1989 年 12 月 31 日	26.00%	36.50%	10.50%
1990 年 12 月 31 日	-8.70%	-10.90%	-2.20%
1991 年 12 月 31 日	33.00%	63.90%	30.90%
1992 年 12 月 31 日	8.70%	0.70%	-8.00%
1993 年 12 月 31 日	16.30%	44.10%	27.80%
1994 年 12 月 31 日	-1.90%	-4.20%	-2.30%
1995 年 12 月 31 日	28.50%	25.00%	-3.50%
1996 年 12 月 31 日	18.70%	18.60%	-0.10%
算术平均数	13.11%	16.63%	3.52%
标准差	16.01%	21.99%	5.99%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 15-5　　收益率情况概述*

	"大盘股票"	"大盘股票"中一年 RS 最高的 50 只股票
算术平均数	13.11%	16.63%
收益标准差	16.01%	21.99%
夏普风险调整指数	48.00	51.00
3 年期复合收益率	14.38%	12.41%
5 年期复合收益率	13.60%	15.56%
10 年期复合收益率	13.53%	17.12%
15 年期复合收益率	15.16%	18.88%
20 年期复合收益率	14.37%	18.32%
25 年期复合收益率	12.34%	15.20%
30 年期复合收益率	11.67%	14.12%
35 年期复合收益率	10.96%	13.85%
40 年期复合收益率	11.36%	13.90%
年度复合收益率	11.92%	14.50%
10 000 美元增值为	$ 1 590 667.04	$ 4 429 185.39
最高年度收益	44.90%	68.20%
最低年度收益	-26.70%	-30.70%
最高年度预期收益**	45.12%	60.61%
最低年度预期收益***	-18.91%	-27.35%

*　时间：1951 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。

**　最高年度预期收益为平均收益率加 2 个收益标准差。

***　最低年度预期收益为平均收益率减 2 个收益标准差。

表 15-6　　"大盘股票"及其中一年相对强度（RS）最高的 50 只股票的基本比例*

项　　目	50 只 RS 最高股超过"大盘股票"的时期数	比　　例
年度收益率	45 期中的 25 期	56.00%
五年滚动期复合收益率	41 期中的 34 期	83.00%
十年滚动期复合收益率	36 期中的 32 期	89.00%

*　时间：1951 年～1996 年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为什么价格表现起作用而其他方法失效

价格趋势载有与一只股票前景有关的独一无二的信息，与诸如利润增长率一类的因素相比，是个更佳的指标。许多人发现购买盈利最高的股票的结果往往让人失望，并对为什么其与那些年度股价表现好的股票差距甚远而百思不得其解。首先，价格趋势方法是由市场决定把钱投到应该投的地方。第二，那种认为有较高相对强度的股票一定是高市盈率或高盈利增长率的普遍看法是错误的。随着时间延伸，当你观察那些一年内股价表现好的股票时，你会发现它们的市盈率通常比市场平均高出30%～50%，但*很少*是市场上最高的。就每股五年盈利增长率和每股每年盈利增长率两个指标看亦然。从总体看，它们表现强于市场，但是量上并非大得出奇。

购买表现最差的股票

如果你在寻找比市场表现更差的投资方法，就不必往下看了。把10 000美元在1951年12月31日投资于从“全部股票”中选出的一年内价格表现最差的50只股票，在1996年底只收回43 040美元，复合收益率仅为每年3.3%。一些**草垫**（mattresses）的收益率也会比这更高！50只输股（losers）的收益率标准差为26.41%，比“全部股票”的19.51%高出很多。这样深不可测的收益率使任何风险都会对夏普指数造成大破坏，这里只有可怜兮兮的5。基本比率简直糟透了，对50只输股来说，比“全部股票”表现好的时候45年中只出现过12次。五年滚动期的收益率就更差。在42个五年滚动期中，50只输股强于市场只出现过1次。末名奖应授予按十年期计算的收益率，这50只输股竟无一次跑赢大市。表15－7，表15－8和表15－9详尽披露了这残酷的事实。

“大盘股票”也风行一时

“大盘股票”也未能幸免，但结果并非很惨。在1951年12月31日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从“大盘股票”中选出一年内价格表现最差的50只股票投资10 000美元，在1996年底则为605 645美元，年复合收益率为9.55%。这比单把10 000美元投资于“大盘股票”组所得的1 590 667美元更差劲，但还不至于像投资于“全部股票”组那样让你大伤元气。50只输股的收益率标准差为20.41%，风险比“大盘股票”高出4%。夏普指数相当低，仅为30。

表15-7 年度收益率对比

年度（截止以下日期的一年）	“全部股票”	“全部股票”中一年里RS最低的50只股票	一年中RS最低的50只股票的相对收益率
1952年12月31日	7.90%	8.10%	0.20%
1953年12月31日	2.90%	-11.00%	-13.90%
1954年12月31日	47.00%	50.80%	3.80%
1955年12月31日	20.70%	8.20%	-12.50%
1956年12月31日	17.00%	-1.90%	-18.90%
1957年12月31日	-7.10%	-9.00%	-1.90%
1958年12月31日	55.00%	63.60%	8.60%
1959年12月31日	23.00%	5.74%	-17.26%
1960年12月31日	6.10%	3.40%	-2.70%
1961年12月31日	31.20%	16.60%	-14.60%
1962年12月31日	-12.00%	-19.40%	-7.40%
1963年12月31日	18.00%	7.00%	-11.00%
1964年12月31日	16.30%	8.50%	-7.80%
1965年12月31日	22.60%	39.81%	17.21%
1966年12月31日	-5.20%	-14.30%	-9.10%
1967年12月31日	41.10%	46.80%	5.70%
1968年12月31日	27.40%	30.00%	2.60%
1969年12月31日	-18.50%	-40.90%	-22.40%
1970年12月31日	-5.80%	-18.40%	-12.60%
1971年12月31日	21.30%	0.01%	-21.29%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	“全部股票”	“全部股票”中一年里 RS 最低的 50 只股票	一年中 RS 最低的 50 只股票的相对收益率
1972 年 12 月 31 日	11.00%	-3.40%	-14.40%
1973 年 12 月 31 日	-27.20%	-48.90%	-21.70%
1974 年 12 月 31 日	-27.90%	-36.60%	-8.70%
1975 年 12 月 31 日	55.90%	56.60%	0.70%
1976 年 12 月 31 日	35.60%	27.00%	-8.60%
1977 年 12 月 31 日	6.90%	-5.80%	-12.70%
1978 年 12 月 31 日	12.20%	6.20%	-6.00%
1979 年 12 月 31 日	34.30%	37.50%	3.20%
1980 年 12 月 31 日	31.50%	8.50%	-23.00%
1981 年 12 月 31 日	1.70%	-14.30%	-16.00%
1982 年 12 月 31 日	22.50%	2.60%	-19.90%
1983 年 12 月 31 日	28.10%	9.20%	-18.90%
1984 年 12 月 31 日	-3.40%	-27.10%	-23.70%
1985 年 12 月 31 日	30.80%	15.30%	-15.50%
1986 年 12 月 31 日	13.10%	-21.20%	-34.30%
1987 年 12 月 31 日	-1.30%	-4.20%	-2.90%
1988 年 12 月 31 日	21.20%	33.90%	12.70%
1989 年 12 月 31 日	21.40%	13.60%	-7.80%
1990 年 12 月 31 日	-13.80%	-41.20%	-27.40%
1991 年 12 月 31 日	39.80%	60.80%	21.00%
1992 年 12 月 31 日	13.80%	12.70%	-1.10%
1993 年 12 月 31 日	16.60%	2.00%	-14.60%
1994 年 12 月 31 日	-3.40%	4.00%	7.40%
1995 年 12 月 31 日	27.00%	22.30%	-4.70%
1996 年 12 月 31 日	18.30%	19.90%	1.60%
算术平均数	14.97%	6.73%	-8.23%
标准差	19.51%	26.41%	6.91%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 15－8　　收益率情况概述*

	“全部股票”	“全部股票”中一年 RS 最低的 50 只股票
算术平均数	14.97%	6.73%
收益标准差	19.51%	26.41%
夏普风险调整指数	49.00	5.00
3 年期复合收益率	13.22%	15.10%
5 年期复合收益率	14.00%	11.88%
10 年期复合收益率	12.92%	9.22%
15 年期复合收益率	14.44%	3.97%
20 年期复合收益率	14.97%	4.24%
25 年期复合收益率	12.74%	1.43%
30 年期复合收益率	12.43%	0.91%
35 年期复合收益率	11.64%	1.11%
40 年期复合收益率	12.62%	2.60%
年度复合收益率	13.23%	3.30%
10 000 美元增值为	$ 2 677 556.77	$ 43 039.76
最高年度收益	55.90%	63.60%
最低年度收益	－27.90%	－48.90%
最高年度预期收益**	53.98%	59.56%
最低年度预期收益***	－24.04%	－46.09%

* 时间：1951 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。

** 最高年度预期收益为平均收益率加 2 个收益标准差。

*** 最低年度预期收益为平均收益率减 2 个收益标准差。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 15－9 “全部股票”及其中一年相对强度（RS）最低的 50 只股票的基本比例*

项　　目	50 只 RS 最低股超过“全部股票”的时期数	比　　例
年度收益率	45 期中的 12 期	27.00%
五年滚动期复合收益率	41 期中的 2 期	5.00%
十年滚动期复合收益率	36 期中的 0 期	0.00%

* 时间：1951 年～1996 年。

基本比率从短期看好一些，但从长期看则很惨痛。50 只最大输股在任何单一年度里表现强于“大盘股票”的时候仅为 47%，在五年滚动期中为 34%，在十年滚动期中则根本没有。表 15－10，表 15－11 和表 15－12 总结了 50 只最大输股的结果。

表 15－13 表明，以 10 年计的“全部股票”和大公司的复合年度收益率。这些结果被画成图表，见图 15－1 至图 15－4。

表 15－10 年度收益率对比

年度（截止以下日期的一年）	“大盘股票”	“大盘股票”中一年里 RS 最低的 50 只股票	一年中 RS 最低的 50 只股票的相对收益率
1952 年 12 月 31 日	9.30%	12.00%	2.70%
1953 年 12 月 31 日	2.30%	－3.90%	－6.20%
1954 年 12 月 31 日	44.90%	53.00%	8.10%
1955 年 12 月 31 日	21.20%	15.10%	－6.10%
1956 年 12 月 31 日	9.60%	9.00%	－0.60%
1957 年 12 月 31 日	－6.90%	－1.70%	5.20%
1958 年 12 月 31 日	42.10%	47.00%	4.90%
1959 年 12 月 31 日	9.90%	3.50%	－6.40%
1960 年 12 月 31 日	4.80%	7.90%	3.10%
1961 年 12 月 31 日	27.50%	18.80%	－8.70%
1962 年 12 月 31 日	－8.90%	－13.80%	－4.90%
1963 年 12 月 31 日	19.50%	20.20%	0.70%
1964 年 12 月 31 日	15.30%	17.30%	2.00%
1965 年 12 月 31 日	16.20%	19.20%	3.00%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	“大盘股票	“大盘股票”中一年里 RS 最低的 50 只股票	一年中 RS 最低的 50 只股票的相对收益率
1966 年 12 月 31 日	-4.90%	-8.80%	-3.90%
1967 年 12 月 31 日	21.30%	26.30%	5.00%
1968 年 12 月 31 日	16.80%	19.50%	2.70%
1969 年 12 月 31 日	-9.90%	-26.00%	-16.10%
1970 年 12 月 31 日	-0.20%	-5.00%	-4.80%
1971 年 12 月 31 日	17.30%	19.20%	1.90%
1972 年 12 月 31 日	14.90%	8.90%	-6.00%
1973 年 12 月 31 日	-18.90%	-18.60%	0.30%
1974 年 12 月 31 日	-26.70%	-30.90%	-4.20%
1975 年 12 月 31 日	43.10%	64.90%	21.80%
1976 年 12 月 31 日	28.00%	25.40%	-2.60%
1977 年 12 月 31 日	-2.50%	-2.30%	0.20%
1978 年 12 月 31 日	8.10%	5.10%	-3.00%
1979 年 12 月 31 日	27.30%	25.50%	-1.80%
1980 年 12 月 31 日	30.80%	12.70%	-18.10%
1981 年 12 月 31 日	0.60%	10.20%	9.60%
1982 年 12 月 31 日	19.90%	2.90%	-17.00%
1983 年 12 月 31 日	23.80%	16.70%	-7.10%
1984 年 12 月 31 日	-0.40%	-15.60%	-15.20%
1985 年 12 月 31 日	19.50%	25.70%	6.20%
1986 年 12 月 31 日	32.20%	4.90%	-27.30%
1987 年 12 月 31 日	3.30%	-1.70%	-5.00%
1988 年 12 月 31 日	19.00%	38.40%	19.40%
1989 年 12 月 31 日	26.00%	27.90%	1.90%
1990 年 12 月 31 日	-8.70%	-25.50%	-16.80%
1991 年 12 月 31 日	33.00%	55.00%	22.00%
1992 年 12 月 31 日	8.70%	7.50%	-1.20%
1993 年 12 月 31 日	16.30%	23.60%	7.30%
1994 年 12 月 31 日	-1.90%	1.40%	3.30%
1995 年 12 月 31 日	28.50%	11.40%	-17.10%
1996 年 12 月 31 日	18.70%	12.00%	-6.70%
算术平均数	13.11%	11.43%	-1.68%
标准差	16.01%	20.41%	4.40%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 15-11 收益率情况概述*

	“大盘股票”	“大盘股票”中一年RS最低的50只股票
算术平均数	13.11%	11.43%
收益标准差	16.01%	20.41%
夏普风险调整指数	48.00	30.00
3年期复合收益率	14.38%	8.16%
5年期复合收益率	13.60%	10.95%
10年期复合收益率	13.53%	12.94%
15年期复合收益率	15.16%	10.57%
20年期复合收益率	14.37%	10.39%
25年期复合收益率	12.34%	9.26%
30年期复合收益率	11.67%	8.50%
35年期复合收益率	10.96%	8.10%
40年期复合收益率	11.36%	8.81%
年度复合收益率	11.92%	9.55%
10 000美元增值为	$1 590 667.04	$605 645.00
最高年度收益	44.90%	64.90%
最低年度收益	-26.70%	-30.90%
最高年度预期收益**	45.12%	52.25%
最低年度预期收益***	-18.91%	-29.39%

* 时间：1951年12月31日～1996年12月31日。

** 最高年度预期收益为平均收益率加2个收益标准差。

*** 最低年度预期收益为平均收益率减2个收益标准差。

表 15-12 一年相对强度（RS）最低的50只股票的基本比例*

项 目	50只RS最低超过“大盘股票”的时期数	比 例
年度收益率	45期中的21期	47.00%
五年滚动期复合收益率	41期中的14期	34.00%
十年滚动期复合收益率	36期中的0期	0.00%

* 时间：1951年～1996年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

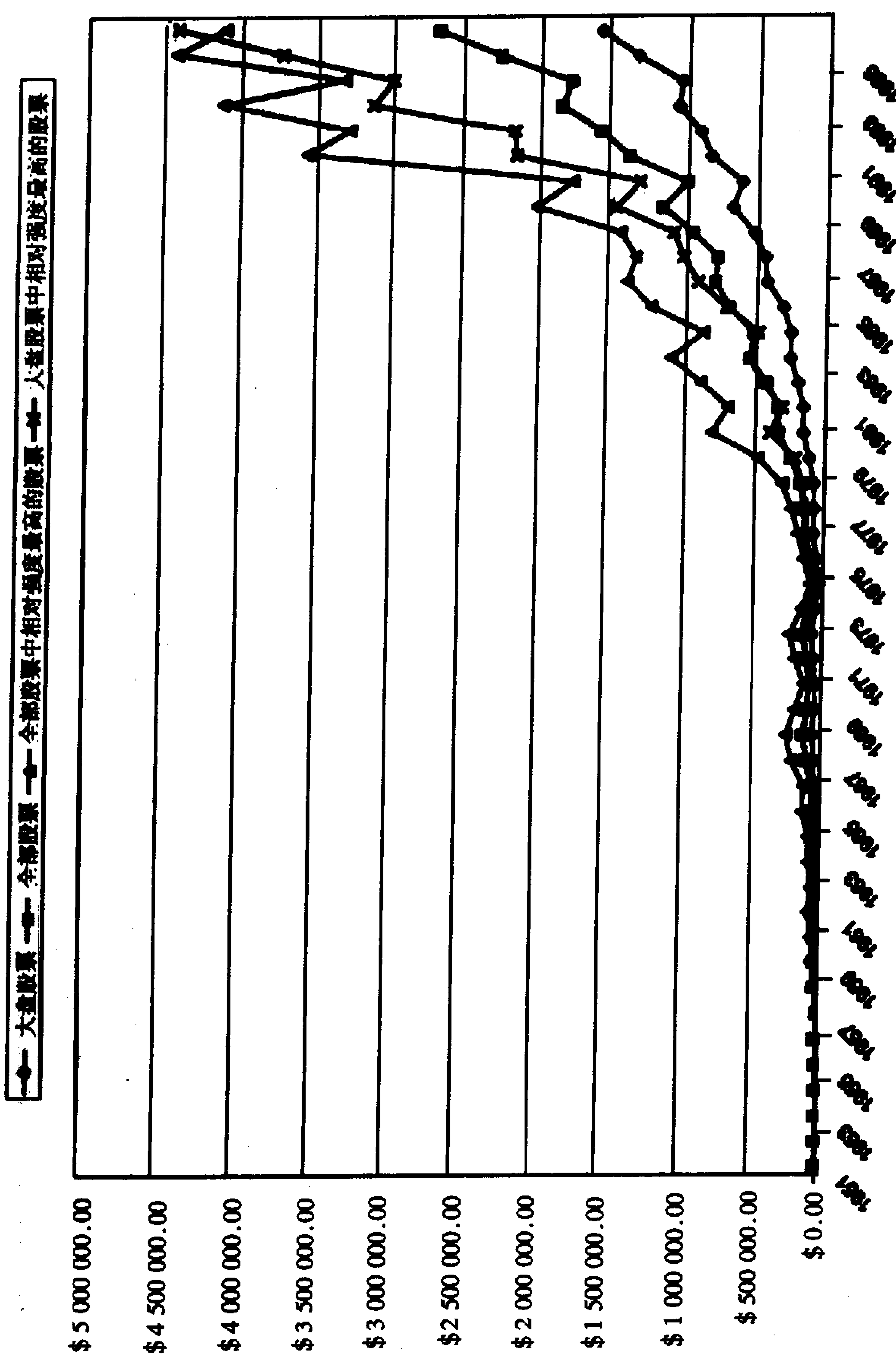


图 15－1 最高相对强度策略与“全部股票”和“大盘股票”的收益率对比，1951 年～1996 年，1951 年底＝10 000 美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

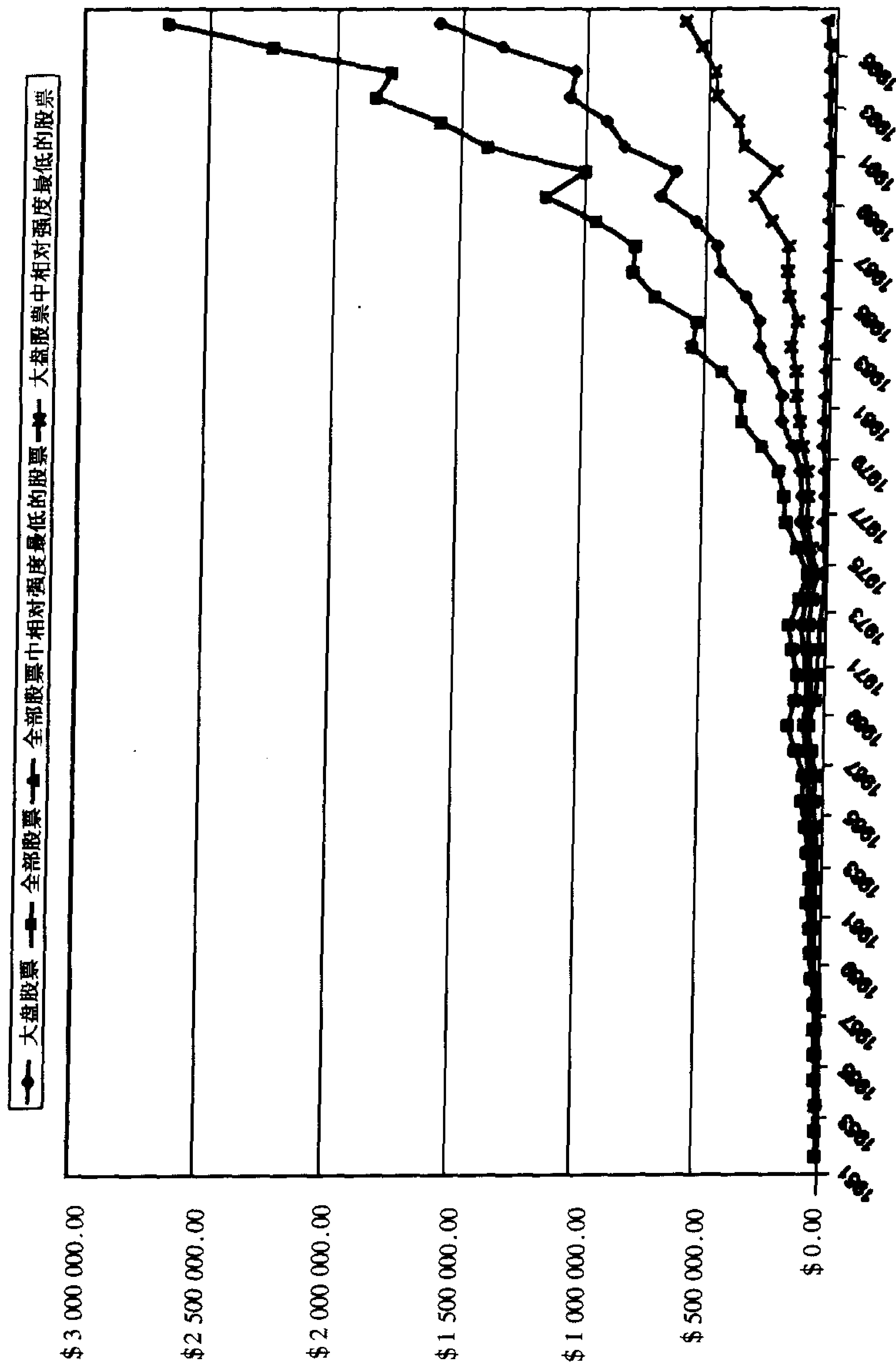


图 15－2 最低相对强度策略与“全部股票”和“大盘股票”的收益率对比，1951 年～1996 年，1951 年底＝10 000 美元



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

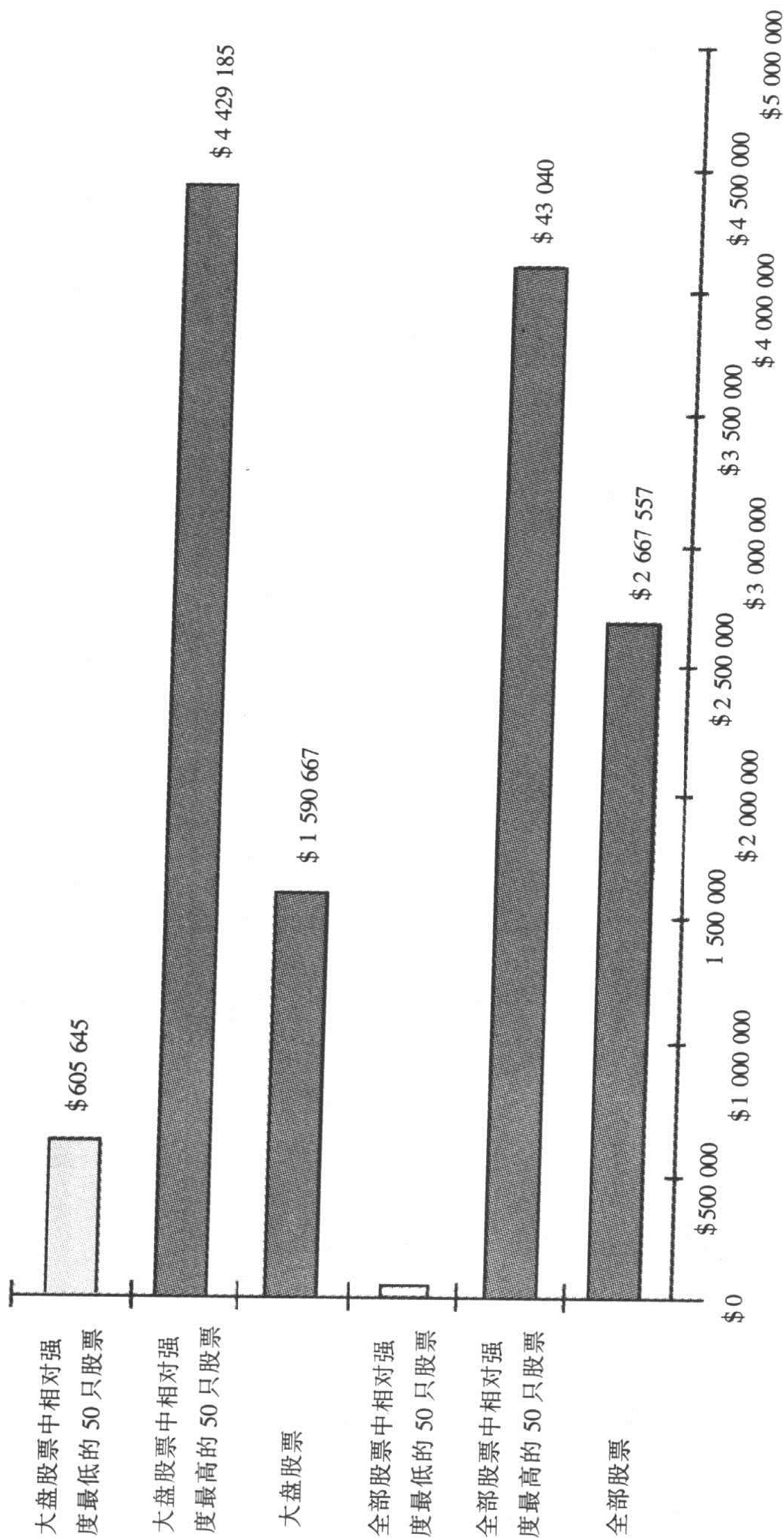


图 15-3 年度平衡后，1951 年 12 月 31 日投资 1 000 美元到 1996 年 12 月 31 日的价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

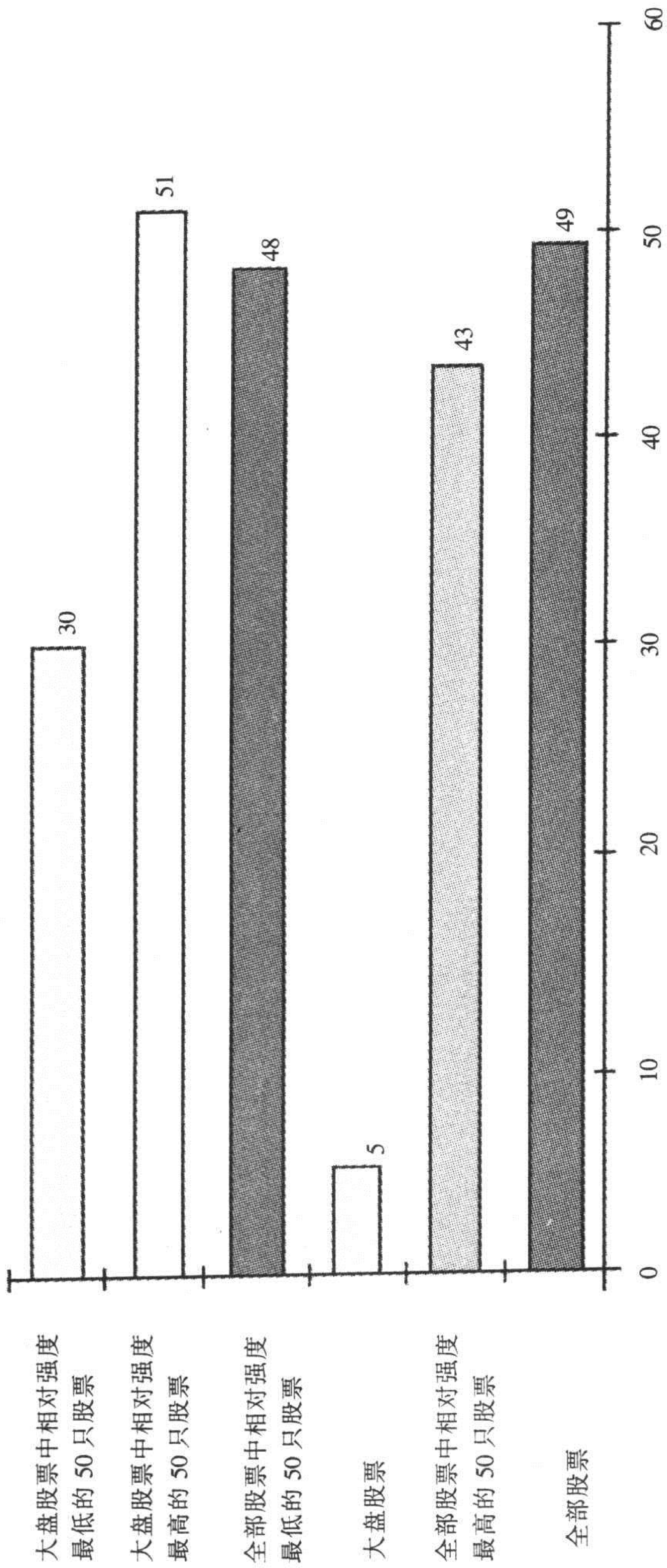


图 15－4 夏普风险调整收益指数，1951 年～1996 年（指数越高越好）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 15－13　　各十年期复合年度收益率

样本组	50 年代*	60 年代	70 年代	80 年代	90 年代**
“大盘股票”	15.33%	8.99%	6.99%	16.89%	12.61%
其中 50 只相对强度最高股	17.13%	13.27%	6.90%	19.89%	17.05%
其中 50 只相对强度最低股	15.14%	6.58%	6.34%	11.19%	9.94%
“全部股票”	19.22%	11.09%	8.53%	15.85%	12.78%
其中 50 只相对强度最高股	24.62	13.00%	9.28%	15.35%	10.85%
其中 50 只相对强度最低股	11.70%	4.31%	－3.52%	0.06%	7.49%

* 1952 年～1959 年间收益率。

** 1990 年～1996 年间收益率。

平均分组分析

分成十组观察到的结果更印证了 50 只股票组合的发现，而且实际上也表明，如果集中投资于最高的 10%（10 组中的第一组）比投资于 50 只表现最佳股的结局更好：将10 000美元投资于比上年股价上升最高的从全部股票中选出的前 10% 的股票，将在 1996 年底获得 11 063 109美元，年复合收益率为 16.85%；风险也低于 50 只股票组合，为 26.37%。较高的绝对收益率伴随着较低的风险使这组股票的夏普指数达到相当高的 55。在分十组分析方法中如果把股票按相对强度分组，我们得到类似相应的结果，随着从第一组移向第十组，收益率一律下降。

“大盘股票”结果类似，第一组收益率最高，第十组最低。投资于第一组的10 000美元变成了5 878 229美元，而同样投资于第十组的 10 000美元则仅为472 674美元。表 15－14 和 1 表 5－15 以及图 15－5 和图 15－6 总结了分十组研究的结果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

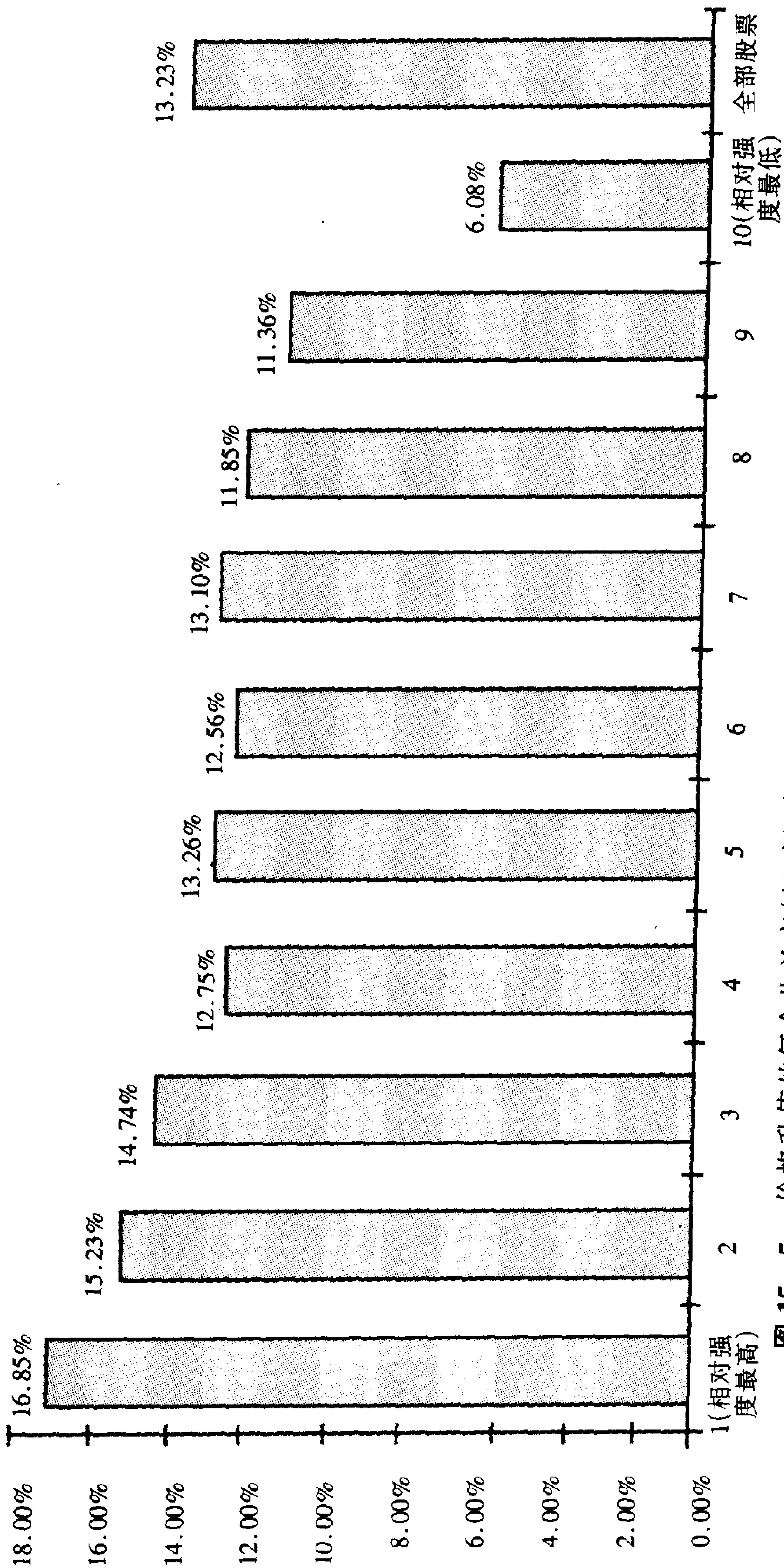


图 15－5 价格升值的复合收益率（相对强度）分十组，"全部股票"样本，1951 年～1996 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

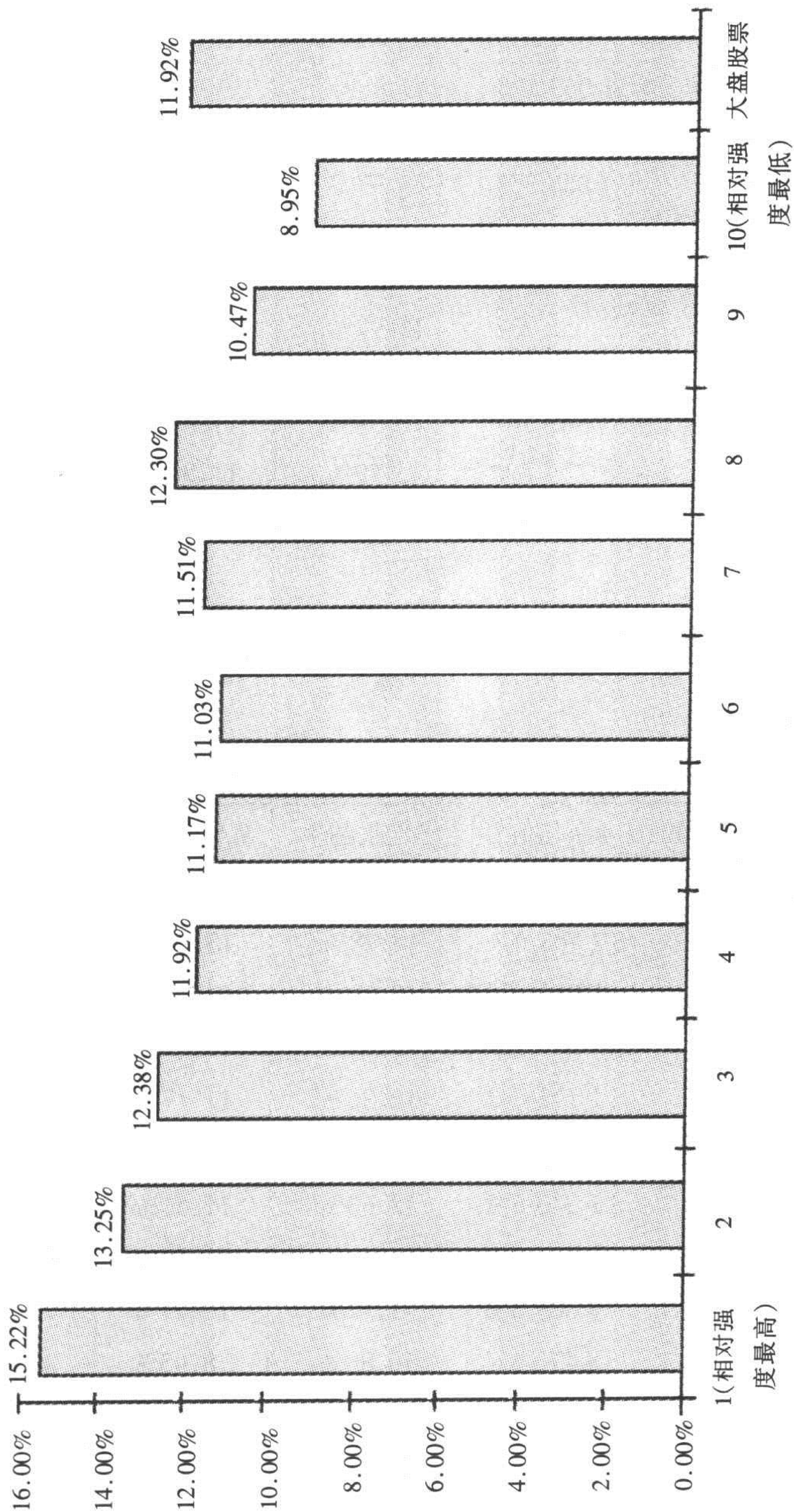


图 15-6 相对强度复合收益率分十组，"大盘股票"样本，1951年~1996年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 15－14 价格升值（相对强度）的收益率概述*

分组序号	10 000 美元增值为	平均收益率	复合收益率	标准差
1（升值最高）	$ 11 063 109	19.85%	16.85%	26.37%
2	$ 5 900 481	17.11%	15.23%	20.22%
3	$ 4 858 363	16.37%	14.74%	18.86%
4	$ 2 216 204	14.17%	12.75%	17.49%
5	$ 2 710 969	14.66%	13.26%	17.32%
6	$ 2 052 232	13.97%	12.56%	17.45%
7	$ 2 550 140	14.69%	13.10%	18.75%
8	$ 1 543 168	13.33%	11.85%	18.00%
9	$ 1 266 208	13.19%	11.36%	20.19%
10（升值最低）	$ 142 400	8.66%	6.08%	23.20%
"全部股票"	$ 2 677 557	14.97%	13.23%	19.51%

* 资料来源："全部股票"的分组；时间：1951 年～1996 年。

表 15－15 价格升值（相对强度）的收益率概述*

分组序号	10 000 美元增值为	平均收益率	复合收益率	标准差
1（升值最高）	$ 5 878 229	17.47%	15.22%	22.57%
2	$ 2 703 044	14.78%	13.25%	18.39%
3	$ 1 906 525	13.69%	12.38%	16.84%
4	$ 1 589 726	13.00%	11.92%	15.32%
5	$ 1 172 642	12.36%	11.17%	16.01%
6	$ 1 108 322	12.16%	11.03%	15.45%
7	$ 1 348 381	12.63%	11.51%	15.42%
8	$ 1 847 414	13.43%	12.30%	16.01%
9	$ 883 666	11.72%	10.47%	16.48%
10（升值最低）	$ 472 674	10.88%	8.95%	20.74%
"大盘股票"	1 590 667	13.11%	11.92%	16.01%

* 资料来源："大盘股票"的分组；时间：1951 年～1996 年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对投资者的启示

鲁尼恩（Damon Runyon）的引语是贴切的。胜者常胜而输者连输。记住在我们的分析中输者并非指上一年蚀本的股票，而是全部样本集合中 50 家遭受重创的股票。分十组的分析方法则显示，投资者针对上年的价格表现可以通过避免选低组别的股票来改进操作。

建议很简单：除非你的目标是破财，要避免选一年内最大的输股。购买那些一年内相对强度最高的股票，但要明白其异动性也将持续考验你的心理承受力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Using Multifactor Models to Improve Performance

16

利用多因素模型提升投资业绩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重要的不是谁正确，而是什么正确。

——托马斯·赫胥黎

迄今为止，我们只考虑单因素情形，比如低价售比或出色的相对强度。现在，我们将考察使用两种或两种以上的标准选购股票。使用多因素能够大大地增强业绩或显著地降低风险，这取决于你的目标。让我们看一下增加因素如何能够提升从“全部股票”中选出的50只表现最佳股票的业绩吧。

增加价格因素

本·格雷厄姆（Ben Graham）说，任何对一只股票付超过其20倍价格的人在长期都将输钱。但如果我们从“全部股票”中除去高市盈率的股票，然后买50家最高盈利股，那么情形变得怎么样呢？取代购买相对强度最高的50只股票的做法，我们要求这些股票的市盈率处于0～20之间。这样，我们从“全部股票”中筛选出市盈率超过20或负市盈率的股票，然后购买一年股价升值最高的50只股票。

在1951年12月31日，如果将10 000美元投资于“全部股票”中选出的50只与上年股价比升值最高的以及市盈率低于20的股票，你的投资在1996年底会达到22 717 709美元，比只投资于50只赢家股高出18 604 003美元！而且，这种二因素组合的标准差为24.61%，比50只赢家股的29.8%标准差**要低**。这种二因素策略的夏普指数为65，相比之下“全部股票”中50只最佳股仅为43。

该模型不仅仅增强了风险和收益，基本比率也升高了。“全部股票”中表现最佳且市盈率低于20的50只股票，其获利在45年中有30年高于“全部股票”，即67%的时候是这样。长期看，结果更佳，这种策略在41个五年滚动期中有35个获利高于“全部股票”，在36个十年滚动期中，有33个的获利高于“全部股票”。长期成功比率达到92%——

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这比单使用相对强度的策略要好。

其他价值因素如何

加入低市盈率只是提升业绩的一个方法。其他因素也发挥作用。比方说，如果你从“全部股票”中抽出市账比低于1的股票再购买50只一年价格升值最高的，则在1951年12月31日进行的投资到1996年底会增长到18 626 247美元，年复合收益率为18.21%。风险变得更低了，收益率的标准差为23.95%。基本比率提高了，该策略在所研究的45个年头里有33年基本比率高于“全部股票”，在42个五年滚动期中36个高于“全部股票”，36个十年滚动期中有35个高于“全部股票”。在十年滚动期中，97%的时间跑赢大市。表16－1归纳了这两种策略的结果。

价售比是更好的指标

当与相对强度合用时，价售比（PSR）也作用得非常好，如果在1951年12月31日只考虑“全部股票”中价售比低于1的股票，再从中购买50只一年价格升值最高的股票，你的10 000美元投资将在1996年末增长到23 394 653美元，年复合收益率达到18.81%，这差不多是你从投资于“全部股票”获得的2 677 557美元的10倍。收益率的标准差为25.51%，高于“全部股票”的19.51%，但低于50只最佳股票的29.8%。这种策略的夏普指数为64，高于全部股票的49。表16－2比较了两种相对强度策略的收益率。表16－4总结了低价售比的相对强度策略。

该策略的持续性十分惊人，在45个研究年度中有34年跑赢大市，即全部时间的76%。从长期看，记录则不可能变得更好：对五年和十年滚动期来说，在所有的时间里该策略都比购买“全部股票”好。表16－5显示了基本比率。图16－1和图16－2勾画了该结果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 16－1 收益率对比

	“全部股票”	市盈率低于 20(利润率>5%),一年价格升幅最大的 50 只股票	市账比低于 1，一年价格升幅最大的 50 只股票
10 000 美元变成	$ 2 677 557	$ 22 717 709	$ 18 626 247
复合收益率	13.23%	18.74%	18.21%
收益率标准差（风险）	19.51%	24.61%	23.95%
夏普指数	49	65	64
10 年滚动周期强于全部股票比率	无数据	100%	97%

表 16－2 年度收益率对比

年度（截止以下日期的一年）	“全部股票”	“全部股票”中 PSR<1 且一年里 RS 最高的 50 只股票	一年中 PSR<1 且 RS 最高的 50 只股票的相对收益率
1952 年 12 月 31 日	7.90%	7.80%	－0.10%
1953 年 12 月 31 日	2.90%	6.40%	3.50%
1954 年 12 月 31 日	47.00%	56.90%	9.90%
1955 年 12 月 31 日	20.70%	28.80%	8.10%
1956 年 12 月 31 日	17.00%	30.50%	13.50%
1957 年 12 月 31 日	－7.10%	－20.10%	－13.00%
1958 年 12 月 31 日	55.00%	67.50%	12.50%
1959 年 12 月 31 日	23.00%	32.00%	9.00%
1960 年 12 月 31 日	6.10%	2.70%	－3.40%
1961 年 12 月 31 日	31.20%	49.50%	18.30%
1962 年 12 月 31 日	－12.00%	－13.30%	－1.30%
1963 年 12 月 31 日	18.00%	31.80%	13.80%
1964 年 12 月 31 日	16.30%	26.40%	10.10%
1965 年 12 月 31 日	22.60%	55.10%	32.50%
1966 年 12 月 31 日	－5.20%	－0.60%	4.60%
1967 年 12 月 31 日	41.10%	59.90%	18.80%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	“全部股票”	“全部股票”中 PSR＜1 且一年里 RS 最高的 50 只股票	一年中 PSR＜1 且 RS 最高的 50 只股票的相对收益率
1968 年 12 月 31 日	27.40%	46.30%	18.90%
1969 年 12 月 31 日	−18.50%	−33.60%	−15.10%
1970 年 12 月 31 日	−5.80%	−5.20%	0.60%
1971 年 12 月 31 日	21.30%	31.90%	10.60%
1972 年 12 月 31 日	11.00%	14.60%	3.60%
1973 年 12 月 31 日	−27.20%	−20.90%	6.30%
1974 年 12 月 31 日	−27.90%	−23.90%	4.00%
1975 年 12 月 31 日	55.90%	58.60%	2.70%
1976 年 12 月 31 日	35.60%	39.00%	3.40%
1977 年 12 月 31 日	6.90%	24.50%	17.60%
1978 年 12 月 31 日	12.20%	38.40%	26.20%
1979 年 12 月 31 日	34.30%	26.30%	−8.00%
1980 年 12 月 31 日	31.50%	48.50%	17.00%
1981 年 12 月 31 日	1.70%	−7.70%	−9.40%
1982 年 12 月 31 日	22.50%	39.50%	17.00%
1983 年 12 月 31 日	28.10%	35.40%	7.30%
1984 年 12 月 31 日	−3.40%	−8.20%	−4.80%
1985 年 12 月 31 日	30.80%	45.20%	14.40%
1986 年 12 月 31 日	13.10%	19.30%	6.20%
1987 年 12 月 31 日	−1.30%	−12.90%	−11.60%
1988 年 12 月 31 日	21.20%	28.00%	6.80%
1989 年 12 月 31 日	21.40%	30.90%	9.50%
1990 年 12 月 31 日	−13.80%	−12.10%	1.70%
1991 年 12 月 31 日	39.80%	43.70%	3.90%
1992 年 12 月 31 日	13.80%	30.70%	16.90%
1993 年 12 月 31 日	16.60%	30.40%	13.80%
1994 年 12 月 31 日	−3.40%	−6.90%	−3.50%
1995 年 12 月 31 日	27.00%	25.80%	−1.20%
1996 年 12 月 31 日	18.30%	31.50%	13.20%
算术平均数	14.97%	21.74%	6.77%
标准差	19.51%	25.51%	6.00%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 16－3　　年度收益率对比

年度（截止以下日期的一年）	“全部股票”中 RS 最高的 50 只股票	“全部股票”中 PSR＜1 且一年里 RS 最高的 50 只股票	一年中 PSR 低且 RS 最高的 50 只股票的相对收益率
1952 年 12 月 31 日	3.10%	7.80%	4.70%
1953 年 12 月 31 日	3.80%	6.40%	2.60%
1954 年 12 月 31 日	62.30%	56.90%	－5.40%
1955 年 12 月 31 日	32.00%	28.80%	－3.20%
1956 年 12 月 31 日	29.20%	30.50%	1.30%
1957 年 12 月 31 日	－16.50%	－20.10%	－3.60%
1958 年 12 月 31 日	68.10%	67.50%	－0.60%
1959 年 12 月 31 日	39.90%	32.00%	－7.90%
1960 年 12 月 31 日	9.40%	2.70%	－6.70%
1961 年 12 月 31 日	35.20%	49.50%	14.30%
1962 年 12 月 31 日	－22.60%	－13.30%	9.30%
1963 年 12 月 31 日	33.60%	31.80%	－1.80%
1964 年 12 月 31 日	5.30%	26.40%	21.10%
1965 年 12 月 31 日	44.40%	55.10%	10.70%
1966 年 12 月 31 日	－3.90%	－0.60%	3.30%
1967 年 12 月 31 日	64.30%	59.90%	－4.40%
1968 年 12 月 31 日	18.40%	46.30%	27.90%
1969 年 12 月 31 日	－21.90%	－33.60%	－11.70%
1970 年 12 月 31 日	－26.30%	－5.20%	21.10%
1971 年 12 月 31 日	39.90%	31.90%	－8.00%
1972 年 12 月 31 日	20.10%	14.60%	－5.50%
1973 年 12 月 31 日	－32.10%	－20.90%	11.20%
1974 年 12 月 31 日	－27.10%	－23.90%	3.20%
1975 年 12 月 31 日	36.00%	58.60%	22.60%
1976 年 12 月 31 日	25.30%	39.00%	13.70%
1977 年 12 月 31 日	22.50%	24.50%	2.00%
1978 年 12 月 31 日	25.80%	38.40%	12.60%
1979 年 12 月 31 日	50.90%	26.30%	－24.60%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	"全部股票"中RS最高的50只股票	"全部股票"中PSR<1且一年里RS最高的50只股票	一年中PSR低且RS最高的50只股票的相对收益率
1980年12月31日	66.00%	48.50%	-17.50%
1981年12月31日	-13.50%	-7.70%	5.80%
1982年12月31日	27.10%	39.50%	12.40%
1983年12月31日	22.80%	35.40%	12.60%
1984年12月31日	-19.50%	-8.20%	11.30%
1985年12月31日	40.00%	45.20%	5.20%
1986年12月31日	14.30%	19.30%	5.00%
1987年12月31日	-3.90%	-12.90%	-9.00%
1988年12月31日	8.10%	28.00%	19.90%
1989年12月31日	39.00%	30.90%	-8.10%
1990年12月31日	-11.90%	-12.10%	-0.20%
1991年12月31日	101.30%	43.70%	-57.60%
1992年12月31日	-7.90%	30.70%	38.60%
1993年12月31日	26.20%	30.40%	4.20%
1994年12月31日	-19.70%	-6.90%	12.80%
1995年12月31日	34.00%	25.80%	-8.20%
1996年12月31日	-7.26%	31.50%	38.76%
算术平均数	18.09%	21.74%	3.65%
标准差	29.80%	25.51%	-4.29%

表16-4　收益率概述*

	"全部股票"	"全部股票"中PSR<1且一年RS最高的50只股票
算术平均数	14.97%	21.74%
收益标准差	19.51%	25.51%
夏普风险调整指数	49.00	64.00
3年期复合收益率	13.22%	15.48%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	"全部股票"	"全部股票"中 PSR<1 且一年 RS 最高的 50 只股票
5 年期复合收益率	14.00%	21.29%
10 年期复合收益率	12.92%	17.08%
15 年期复合收益率	14.44%	19.53%
20 年期复合收益率	14.97%	20.74%
25 年期复合收益率	12.74%	18.24%
30 年期复合收益率	12.43%	17.56%
35 年期复合收益率	11.64%	17.53%
40 年期复合收益率	12.62%	18.09%
年度复合收益率	13.23%	18.81%
10 000 美元增值为	$ 2 677 556.77	$ 23 394 652.61
最高年度收益	55.90%	67.50%
最低年度收益	-27.90%	-33.60%
最高年度预期收益**	53.98%	72.76%
最低年度预期收益***	-24.04%	-29.27%

* 时间：1951 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。

** 最高年度预期收益为平均收益率加 2 个收益标准差。

*** 最低年度预期收益为平均收益率减 2 个收益标准差。

表 16-5　一年相对强度（RS）最高的 50 只股票的基本比例*

项　　目	50 只 PSR<1 的 RS 最高股超过"全部股票"的时期数	比　　例
年度收益率	45 期中的 34 期	76.00%
五年滚动期复合收益率	41 期中的 41 期	100.00%
十年滚动期复合收益率	36 期中的 36 期	100.00%

* 时间：1951 年～1996 年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

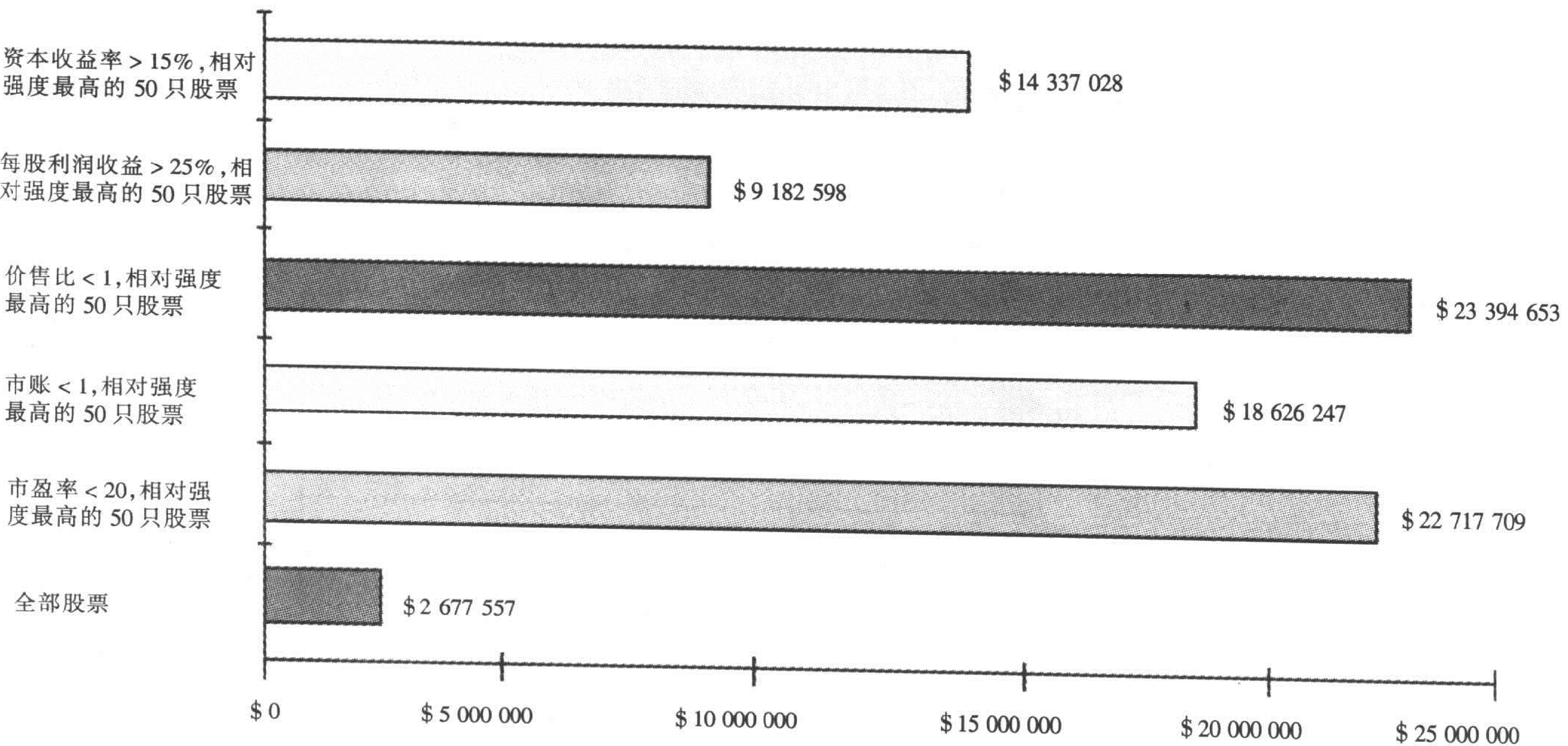


图 16－1 1951 年 12 月 31 日投资的 10 000 美元在 1996 年 12 月 31 日的价值，对不同的多因素相对强度模型进行了年度调整，运用“全部股票”样本



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

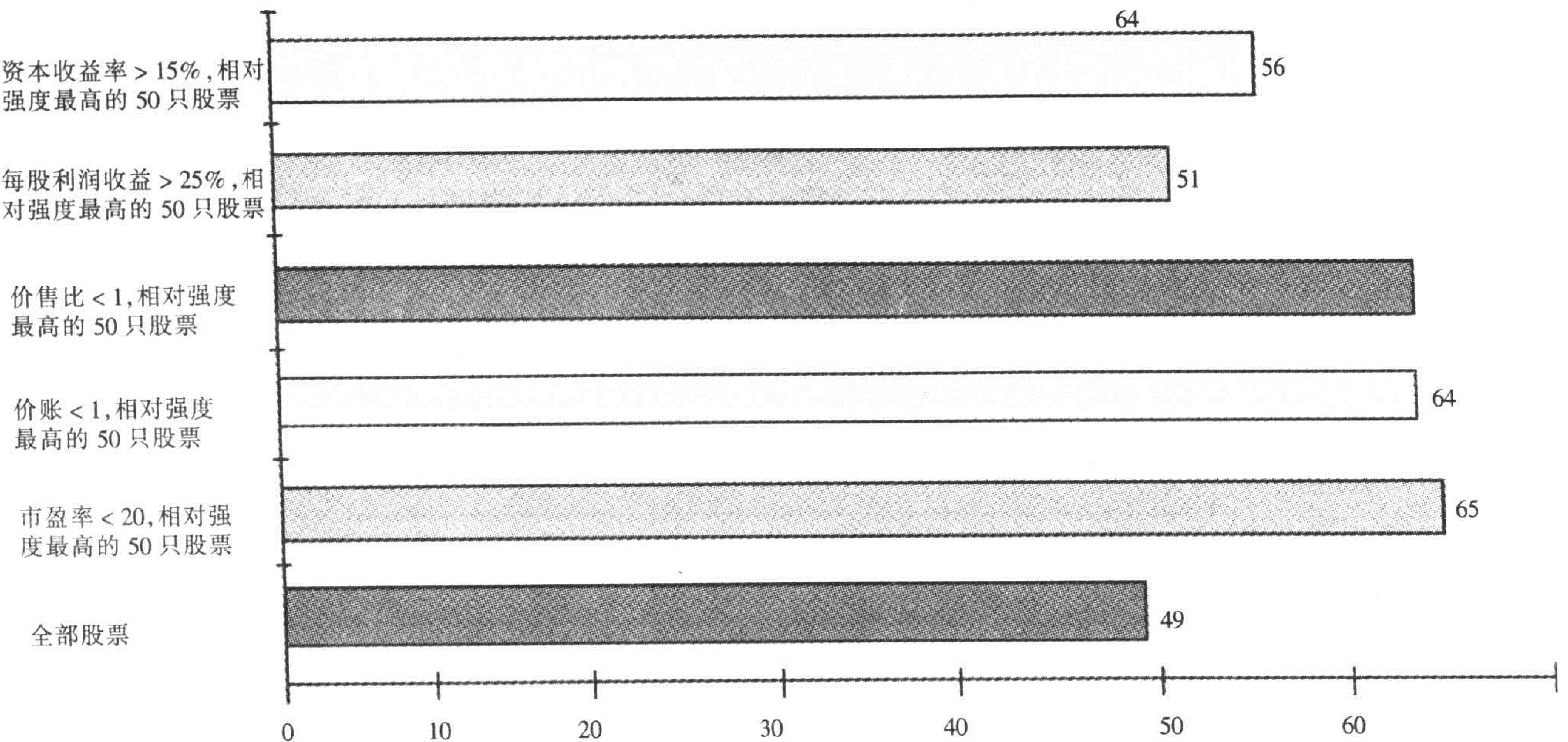


图 16-2 不同的多因素相对强度模型的夏普风险调整收益指数，运用“全部股票”样本，1951年～1996年（指数越高越好）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其他因素对“大盘股票”的增益略逊一筹

对“大盘股票”运用多因素模型（multifactor models）产生的增强效果不如对“全部股票”。在1951年12月31日从“大盘股票”中挑选一年内价格表现最佳且市盈率低于20的股票，投资10 000美元，在1996年底时则增加到5 761 236美元，年复合收益率达到15.17%。风险也相对低——19.05%的标准差使夏普指数高达60。

该策略的基本比率（base rates）较高，在45年中有28年超过“大盘股票”，即62%的时间是这样。长期的结果看似更佳，在41个五年滚动期下，有35次该策略强于“大盘股票”；在36个十年滚动期下，则有35次，即97%的时间里强于“大盘股票”。

我们不能够对“大盘股票”采用市账比的方法，因为“大盘股票”极少在该比率低于1的情况下进行交易。

价售比表现仍好

“大盘股票”组中，将低价售比与相对强度组合使用和选购市盈率低于20的股票的策略结果相同。从“大盘股票”中选出一年价格升值最高且价售比低于1的50只股投资10 000美元，到1996年末增长为5 178 202美元，年复合收益率为14.9%，标准差为18.85%，差不多与市盈率低于20的股票投资策略相同。这可能使你在两个组合中实际挑选的是同一些股票。夏普指数为59，显然高于“大盘股票”的48，比市盈率低于20的价格升值最大的股票低1个点。

基本比率在这里不如市盈率低于20的相对“强度股”。该策略在45个年度中有29年好于“大盘股票”，在五年滚动期中，41个中有32个好于“大盘股票”，在五年滚动期中，36个中则有32个好于“大盘股票”。表16－6到表16－8总结了收益率，并标示在图16－3和图16－4上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成长性因素效果如何

成长性因素（growth factors）与相对强度配合使用也起作用，但是收益率并不持续。例如，如果你着重于“大盘股票”中市盈率低于 20 且有年度正收益的股票，然后选择一年价格升值最高的 50 只股票，你将实际上赚1 766 219美元，比你只购买市盈率低的高相对强度股赚得少。额外加入的正收益条件妨碍了股价的表现。我们将在第 19 章里看到，较高的收益有所增益，但就目前来理解，加入更多的因素并不一定会导致更好的业绩。

表 16－6　　年度收益率对比

年度（截止以下日期的一年）	“大盘股票	“大盘股票”中 PSR <1 且一年里 RS 最高的 50 只股票	一年中 PSR < 1 且 RS 最高的 50 只股票的相对收益率
1952 年 12 月 31 日	9.30%	13.10%	3.80%
1953 年 12 月 31 日	2.30%	5.20%	2.90%
1954 年 12 月 31 日	44.90%	46.60%	1.70%
1955 年 12 月 31 日	21.20%	23.40%	2.20%
1956 年 12 月 31 日	9.60%	8.40%	－1.20%
1957 年 12 月 31 日	－6.90%	－12.10%	－5.20%
1958 年 12 月 31 日	42.10%	45.40%	3.30%
1959 年 12 月 31 日	9.90%	8.40%	－1.50%
1960 年 12 月 31 日	4.80%	0.00%	－4.80%
1961 年 12 月 31 日	27.50%	25.30%	－2.20%
1962 年 12 月 31 日	－8.90%	－9.20%	－0.30%
1963 年 12 月 31 日	19.50%	22.40%	2.90%
1964 年 12 月 31 日	15.30%	18.60%	3.30%
1965 年 12 月 31 日	16.20%	28.50%	12.30%
1966 年 12 月 31 日	－4.90%	－3.60%	1.30%
1967 年 12 月 31 日	21.30%	30.60%	9.30%
1968 年 12 月 31 日	16.80%	13.30%	－3.50%
1969 年 12 月 31 日	－9.90%	－10.40%	－0.50%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	“大盘股票	“大盘股票”中 PSR <1 且一年里 RS 最高的 50 只股票	一年中 PSR<1 且 RS 最高的 50 只股票的相对收益率
1970 年 12 月 31 日	-0.20%	1.40%	1.60%
1971 年 12 月 31 日	17.30%	21.70%	4.40%
1972 年 12 月 31 日	14.90%	11.00%	-3.90%
1973 年 12 月 31 日	-18.90%	-7.30%	11.60%
1974 年 12 月 31 日	-26.70%	-21.10%	5.60%
1975 年 12 月 31 日	43.10%	53.10%	10.00%
1976 年 12 月 31 日	28.00%	29.20%	1.20%
1977 年 12 月 31 日	-2.50%	1.50%	4.00%
1978 年 12 月 31 日	8.10%	16.90%	8.80%
1979 年 12 月 31 日	27.30%	28.60%	1.30%
1980 年 12 月 31 日	30.80%	48.30%	17.50%
1981 年 12 月 31 日	0.60%	-12.50%	-13.10%
1982 年 12 月 31 日	19.90%	54.10%	34.20%
1983 年 12 月 31 日	23.80%	22.80%	-1.00%
1984 年 12 月 31 日	-0.40%	-5.10%	-4.70%
1985 年 12 月 31 日	19.50%	45.50%	26.00%
1986 年 12 月 31 日	32.20%	21.00%	-11.20%
1987 年 12 月 31 日	3.30%	8.80%	5.50%
1988 年 12 月 31 日	19.00%	22.10%	3.10%
1989 年 12 月 31 日	26.00%	34.60%	8.60%
1990 年 12 月 31 日	-8.70%	-6.90%	1.80%
1991 年 12 月 31 日	33.00%	26.40%	-6.60%
1992 年 12 月 31 日	8.70%	28.60%	19.90%
1993 年 12 月 31 日	16.30%	24.90%	8.60%
1994 年 12 月 31 日	-1.90%	-3.00%	-1.10%
1995 年 12 月 31 日	28.50%	13.00%	-15.50%
1996 年 12 月 31 日	18.70%	28.50%	9.80%
算术平均数	13.11%	16.44%	3.34%
标准差	16.01%	18.85%	2.85%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 16-7　　收益率概述*

	“大盘股票”	“大盘股票”中 PSR<1 且一年 RS 最高的 50 只股票
算术平均数	13.11%	6.44%
收益标准差	16.01%	18.85%
夏普风险调整指数	48.00	59.00
3 年期复合收益率	14.38%	12.09%
5 年期复合收益率	13.60%	17.74%
10 年期复合收益率	13.53%	16.89%
15 年期复合收益率	15.16%	19.81%
20 年期复合收益率	14.37%	18.50%
25 年期复合收益率	12.34%	16.73%
30 年期复合收益率	11.67%	15.64%
35 年期复合收益率	10.96%	14.87%
40 年期复合收益率	11.36%	14.46%
年度复合收益率	11.92%	14.90%
10 000 美元增值为	$1 590 667.04	$5 178 201.58
最高年度收益	44.90%	54.10%
最低年度收益	-26.70%	-21.10%
最高年度预期收益**	45.12%	54.15%
最低年度预期收益***	-18.91%	-21.26%

* 时间：1951 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。

** 最高年度预期收益为平均收益率加 2 个收益标准差。

*** 最低年度预期收益为平均收益率减 2 个收益标准差。

表 16-8　“大盘股票”及其中价售比（PSR）低于 1 且一年相对强度最高的 50 只股票的基本比例

项　目	50 只 PSR<1 的相对强度最高股超过“大盘股票”的时期数	比　例
年度收益率	45 期中的 29 期	64.00%
五年滚动期复合收益率	41 期中的 32 期	78.00%
十年滚动期复合收益率	36 期中的 32 期	89.00%

* 时间：1951 年～1996 年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

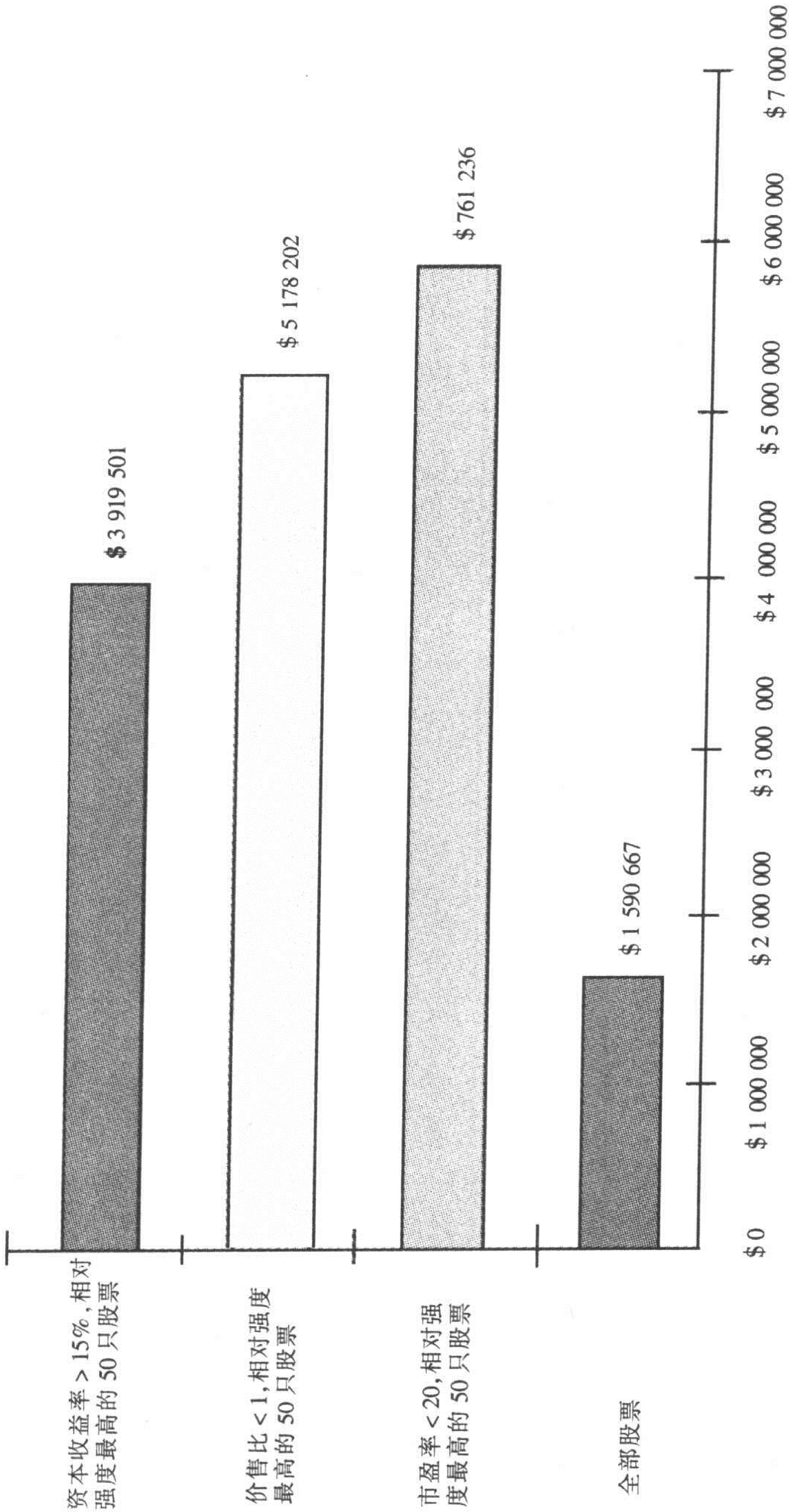


图 16－3 1951 年 12 月 31 日投资的 10 000 美元在 1996 年 12 月 31 日的价值，对不同的多因素相对强度模型进行了年度调整，运用"大盘股票"样本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

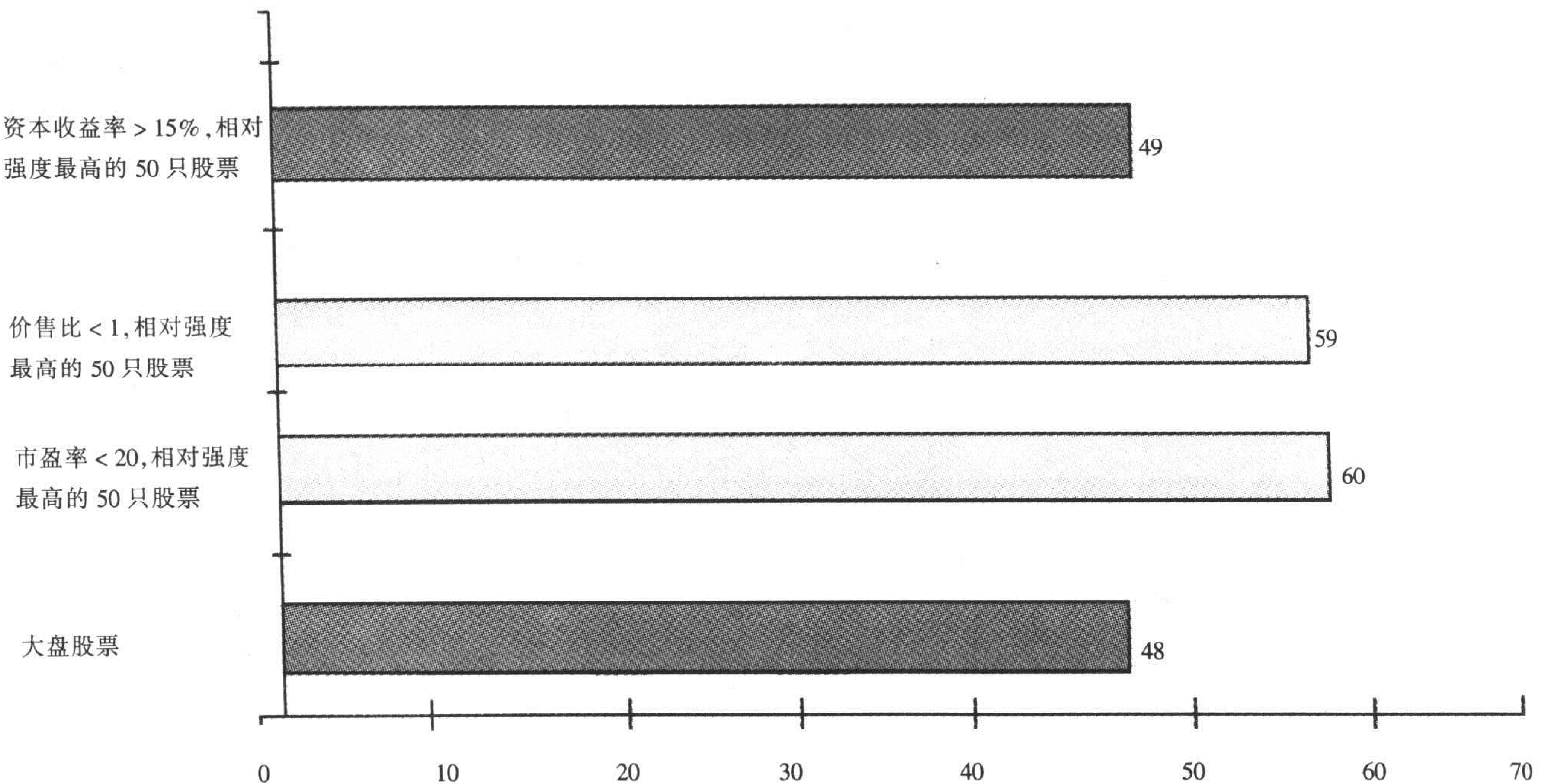


图 16－4 不同的多因素相对强度模型的夏普风险调整收益指数，运用“大盘股票”样本，1951 年～1996 年（指数越高越好）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成长性模型

购买一年中利润最好的股票并不总能跑赢大市，而购买一年中利润最好而且有较高相对强度的股票则容易办到。二因素模型要求从“全部股票”中选出一年利润上升超过25%的股票，然后购买其中一年价格升值最佳的50只股票。该策略使1952年12月31日投资的10 000美元增加到1996年底的9 182 598美元，年复合收益率达16.77%，远远高于“全部股票”的13.35%的水平。但风险也是高的——该策略的标准差为29.18%，比“全部股票”的19.7%高出很多。该策略的高回报超过了风险，使夏普指数达到51，高于“全部股票”下的47。总体来看，购买一年利润增长高的价格升值最大股或只购买最高相对强度股都起到极大的改善作用。

我们仍然不能在“大盘股票”中测试该模型，因为在我们研究的许多年份，无法找出50只利润增长超过25%的股票。

资本收益率仍然更有效

其他增长变量作用也不错。在第14章我们看到从“全部股票”中购买50只资本收益率最高的股票并不能跑赢大市，但是如果把高资本收益率因素加入相对强度模型则使投资收益率甚至高于利润模型。

在1951年12月31日从“全部股票”中找出资本收益率高于15%的，再购买50只一年价格升幅最大的股票，你的10 000美元投资到1996年底就增加到14 337 028美元，年复合收益率为17.53%。这一结果仍然显著低于购买市盈率低于20且价格升幅最高的50只股票的收益率。

这一策略的标准差为26.99%，风险高于购买市盈率低的高相对强度股策略。夏普指数为56，类似于购买市盈率低的高相对强度股票。所有的基本收益率均为正，以十年为周期滚动计算的结果总是强于“全部股票”。表16－9至表16－11总结了这一发现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 16－9 年度收益率对比

年度（截止以下日期的一年）	“全部投票”	“全部股票”中 ROE＞15 且一年里 RS 最高的 50 只股票	一年中 ROE＞15 且 RS 最高的 50 只股票的相对收益率
1952 年 12 月 31 日	7.90%	8.2%	0.30%
1953 年 12 月 31 日	2.90%	1.9%	－1.00%
1954 年 12 月 31 日	47.00%	71.5%	24.50%
1955 年 12 月 31 日	20.70%	30.0%	9.30%
1956 年 12 月 31 日	17.00%	30.8%	13.80%
1957 年 12 月 31 日	－7.10%	－10.7%	－3.60%
1958 年 12 月 31 日	55.00%	55.1%	0.10%
1959 年 12 月 31 日	23.00%	37.5%	14.50%
1960 年 12 月 31 日	6.10%	22.6%	16.50%
1961 年 12 月 31 日	31.20%	33.9%	2.70%
1962 年 12 月 31 日	－12.00%	－17.3%	－5.30%
1963 年 12 月 31 日	18.00%	19.8%	1.80%
1964 年 12 月 31 日	16.30%	11.1%	－5.20%
1965 年 12 月 31 日	22.60%	24.9%	2.30%
1966 年 12 月 31 日	－5.20%	3.4%	8.60%
1967 年 12 月 31 日	41.10%	57.4%	16.30%
1968 年 12 月 31 日	27.40%	39.8%	12.40%
1969 年 12 月 31 日	－18.50%	－17.5%	1.00%
1970 年 12 月 31 日	－5.80%	－15.6%	－9.80%
1971 年 12 月 31 日	21.30%	58.1%	36.80%
1972 年 12 月 31 日	11.00%	27.0%	16.00%
1973 年 12 月 31 日	－27.20%	－27.5%	－0.30%
1974 年 12 月 31 日	－27.90%	－29.8%	－1.90%
1975 年 12 月 31 日	55.90%	36.3%	－19.60%
1976 年 12 月 31 日	35.60%	21.6%	－14.00%
1977 年 12 月 31 日	6.90%	20.6%	13.70%
1978 年 12 月 31 日	12.20%	26.5%	14.30%
1979 年 12 月 31 日	34.30%	38.9%	4.60%
1980 年 12 月 31 日	31.50%	77.7%	46.20%
1981 年 12 月 31 日	1.70%	－6.0%	－7.70%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	“全部投票”	“全部股票”中 ROE>15 且一年里 RS 最高的 50 只股票	一年中 ROE>15 且 RS 最高的 50 只股票的相对收益
1982 年 12 月 31 日	22.50%	30.9%	8.40%
1983 年 12 月 31 日	28.10%	21.9%	−6.20%
1984 年 12 月 31 日	−3.40%	−4.3%	−0.90%
1985 年 12 月 31 日	30.80%	45.2%	14.40%
1986 年 12 月 31 日	13.10%	21.2%	8.10%
1987 年 12 月 31 日	−1.30%	−15.6%	−14.30%
1988 年 12 月 31 日	21.20%	17.1%	−4.10%
1989 年 12 月 31 日	21.40%	38.4%	17.00%
1990 年 12 月 31 日	−13.80%	−11.9%	1.90%
1991 年 12 月 31 日	39.80%	87.3%	47.50%
1992 年 12 月 31 日	13.80%	11.5%	−2.30%
1993 年 12 月 31 日	16.60%	19.9%	3.30%
1994 年 12 月 31 日	−3.40%	−12.1%	−8.70%
1995 年 12 月 31 日	27.00%	25.2%	−1.80%
1996 年 12 月 31 日	18.30%	22.4%	4.10%
算术平均数	14.97%	20.61%	5.64%
标准差	19.51%	26.99%	7.49%

表 16－10　　收益率概述*

	“全部股票”	“全部股票”中 ROE>15 且一年 RS 最高的 50 只股票
算术平均数	14.97%	20.61%
收益标准差	19.51%	26.99%
夏普风险调整指数	49.00	56.00
3 年期复合收益率	13.22%	10.44%
5 年期复合收益率	14.00%	12.48%
10 年期复合收益率	12.92%	15.05%
15 年期复合收益率	14.44%	17.28%



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	“全部股票”	“全部股票”中 ROE>15 且一年 RS 最高的 50 只股票
20 年期复合收益率	14.97%	20.05%
25 年期复合收益率	12.74%	16.06%
30 年期复合收益率	12.43%	16.60%
35 年期复合收益率	11.64%	15.23%
40 年期复合收益率	12.62%	16.47%
年度复合收益率	13.23%	17.53%
10 000 美元增值为	$2 677 556.77	$14 337 028.30
最高年度收益	55.90%	87.30%
最低年度收益	-27.90%	-29.80%
最高年度预期收益**	53.98%	74.59%
最低年度预期收益***	-24.04%	-33.38%

* 时间：1951 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。

** 最高年度预期收益为平均收益率加 2 个收益标准差。

*** 最低年度预期收益为平均收益率减 2 个收益标准差。

表 16-11 “全部股票”及其中资本收益率（ROE）大于 15 且一年相对强度（RS）最高的 50 只股票的基本比例

项　目	50 只 ROE>15 且 RS 最高股票超过“全部股票”的时期数	比　例
年度收益率	45 期中的 28 期	62.00%
五年滚动期复合收益率	41 期中的 34 期	83.00%
十年滚动期复合收益率	36 期中的 36 期	100.00%

* 时间：1951 年～1996 年。

“大盘股票”波澜不惊

对“大盘股票”而言，结果并不怎么令人吃惊。1951 年 12 月 31 日购买的 50 只一年价格表现最佳且资本收益率高于 15% 的股票，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10 000美元的投资到1996年底变为3 919 501美元，年复合收益率为14.19%。这是同期“大盘股票”收益率的2倍。该策略的标准差为22.42%，夏普指数为49，略好于“大盘股票”的夏普指数。

对投资者的启示

使用多因素模型大大地提高了收益率。不论着重于“全部股票”还是“大盘股票”，你用几个因素选股都会带来更好的回报。购买“全部股票”中的50只价售比低于1且与上年相比价格升幅最大的股票，这一策略的风险稍高于购买“全部股票”中50只价售比最低但是在45年中赚取超过2 000万美元利润的股票这一策略。

类似地，在价值组合中加入相对强度因素大大增加了投资收益，因为这是在投资者已经意识到有利可图并开始再次购买时所选的股。所有那些导致购买股票有利可图的价值因素都是适当的，但是加入相对强度这一因素有助于指出投资者何时能判断股票已经超卖。

加入相对强度这一指标也有助于选出增长股票，但结果并非一致。一些成长性因素实际上减少了从相对强度中获得的收益，这些因素应当避免；至于其他的，比如一年中利润增长超过25%和资本收益率高于15等指标，也均有一定帮助。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Two Multifactor Value Models for All Stocks

17

全部股票的二因素价值模型

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伟大的事业不是凭借力量完成，而是靠毅力。

——塞缪尔·约翰逊

从“全部股票”中购买价售比最低的股票是最佳的单一价值因素。它使在 1951 年 12 月 31 日投资的10 000美元变成了8 252 731美元，标准差为 25.6%。现在让我们看一下是否能用几个价值因素选股来提高收益率或降低风险。

使用几种价值因素

首先，我们**不把**价售比作为一个因素来估算低价售比股票的收益率。我们称之为“价值模型 1”。它要求从“全部股票”样本中挑选的股票符合下列标准：

1. 市账比低于 1.5（或者正如计算机统计的结果，账面值对市价比大于 0.66)。这一市账比对极端价值股票是较典型的。

2. 股息率任何一年都必须超过 COMPUWTAT 统计的平均水平。这把我们限定在数据库中按股息率衡量的最高 20% 的范围内。

3. 市盈率任何一年都低于 COMPUWTAT 统计数据库的值。

然后，我们购买价现比最低的 50 只股票。

检验结果

在 1951 年 12 月 31 日投资10 000美元（每年重新平衡，调整时滞以避免前视偏差)，在 1996 年底增长到8 360 742美元，年复合收益率为 16.13%。这轻易地跑赢了“全部股票”，而且比我们购买 50 只拥有最低价售比股票的收益高 10 万多美元，风险也下降了，收益率的标准差为 23.69%，比 50 只最低价售比股票的 25.6% 要好一些。多因素组合的低风险使得夏普指数高达 55，与 50 只最低价售比股票的夏普指数 53 形

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成对照。最后,这种策略的以五年为周期滚动计算的收益率高于低价售比的股票。表 17－1,表 17－2 和表 17－3 总结了这些结果。

价值因素重叠

我们未采用价售比这一因素就获得了这些结果，这一点十分重要。这表明，因素会重叠。许多拥有最低价售比的股票也具有低市盈率、低市账比和高股息率。我们可以使用几种因素选择一个组合来稍微降低风险，同时保持收益率不变。很多种类的价值模型产生类似的结果。例如，令低市账比作为最终的因素，挑选出低市盈率，要求股息每 5 年提高一次并持续下去。无论如何组合，结果都是类似的，因为所有的模型最终都选择了同一批股票。

表 17－1　　　　年度收益率对比

年度(截止以下日期的一年)	"全部投票"	"全部股票"中市账比＜1.5,收益率＞均值,市盈率＜均值,现金流对市价比最高的 50 只股票	最高的 50 只股票的相对收益率
1952 年 12 月 31 日	7.90%	10.90%	3.00%
1953 年 12 月 31 日	2.90%	－4.50%	－7.40%
1954 年 12 月 31 日	47.00%	70.70%	23.70%
1955 年 12 月 31 日	20.70%	25.00%	4.30%
1956 年 12 月 31 日	17.00%	5.90%	－11.10%
1957 年 12 月 31 日	－7.10%	－13.70%	－6.60%
1958 年 12 月 31 日	55.00%	74.20%	19.20%
1959 年 12 月 31 日	23.00%	20.10%	－2.90%
1960 年 12 月 31 日	6.10%	－1.10%	－7.20%
1961 年 12 月 31 日	31.20%	30.60%	－0.60%
1962 年 12 月 31 日	－12.00%	－0.01%	11.99%
1963 年 12 月 31 日	18.00%	26.70%	8.70%
1964 年 12 月 31 日	16.30%	22.90%	6.60%
1965 年 12 月 31 日	22.60%	29.00%	6.40%
1966 年 12 月 31 日	－5.20%	－4.60%	0.60%
1967 年 12 月 31 日	41.10%	44.20%	3.10%
1968 年 12 月 31 日	27.40%	36.90%	9.50%
1969 年 12 月 31 日	－18.50%	－19.70%	－1.20%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度(截止以下日期的一年)	“全部投票”	“全部股票”中市账比<1.5,收益率>均值,市盈率<均值,现金流对市价比最高的50只股票	最高的50只股票的相对收益率
1970年12月31日	-5.80%	1.60%	7.40%
1971年12月31日	21.30%	14.50%	-6.80%
1972年12月31日	11.00%	13.60%	2.60%
1973年12月31日	-27.20%	-18.50%	8.70%
1974年12月31日	-27.90%	-14.30%	13.60%
1975年12月31日	55.90%	84.00%	28.10%
1976年12月31日	35.60%	47.60%	12.00%
1977年12月31日	6.90%	8.10%	1.20%
1978年12月31日	12.20%	4.80%	-7.40%
1979年12月31日	34.30%	23.80%	-10.50%
1980年12月31日	31.50%	10.20%	-21.30%
1981年12月31日	1.70%	4.70%	3.00%
1982年12月31日	22.50%	23.00%	0.50%
1983年12月31日	28.10%	42.90%	14.80%
1984年12月31日	-3.40%	0.08%	3.48%
1985年12月31日	30.80%	32.70%	1.90%
1986年12月31日	13.10%	3.70%	-9.40%
1987年12月31日	-1.30%	15.10%	16.40%
1988年12月31日	21.20%	47.10%	25.90%
1989年12月31日	21.40%	12.90%	-8.50%
1990年12月31日	-13.80%	-21.20%	-7.40%
1991年12月31日	39.80%	47.00%	7.20%
1992年12月31日	13.80%	11.60%	-2.20%
1993年12月31日	16.60%	28.90%	12.30%
1994年12月31日	-3.40%	3.90%	7.30%
1995年12月31日	27.00%	24.50%	-2.50%
1996年12月31日	18.30%	21.90%	3.60%
算术平均数	14.97%	18.39%	3.42%
标准差	19.51%	23.69%	4.18%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 17－2 收益率概述*

	"全部股票"	按价值模型 1 选的 50 只股
算术平均数	14.97%	18.39%
收益标准差	19.51%	23.69%
夏普风险调整指数	49.00	55.00
3 年期复合收益率	13.22%	16.39%
5 年期复合收益率	14.00%	17.80%
10 年期复合收益率	12.92%	17.51%
15 年期复合收益率	14.44%	18.12%
20 年期复合收益率	14.97%	16.06%
25 年期复合收益率	12.74%	16.17%
30 年期复合收益率	12.43%	15.64%
35 年期复合收益率	11.64%	15.39%
40 年期复合收益率	12.62%	15.77%
年度复合收益率	13.23%	16.13%
10 000 美元增值为	$2 677 556.77	$8 360 741.52
最高年度收益	55.90%	84.00%
最低年度收益	－27.90%	－21.20%
最高年度预期收益**	53.98%	65.77%
最低年度预期收益***	－24.04%	－28.98%

* 时间：1951 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。

** 最高年度预期收益为平均收益率加 2 个收益标准差。

*** 最低年度预期收益为平均收益率减 2 个收益标准差。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 17-3 "全部股票"及其中按价值模型 1 选出的 50 只股票的基本比例*

项　　目	价值模型 1 的 50 只股票超过"全部股票"的时期数	比　　例
年度收益率	45 期中的 29 期	64.00%
五年滚动期复合收益率	41 期中的 32 期	78.00%
十年滚动期复合收益率	36 期中的 32 期	89.00%

* 时间：1951 年～1996 年。

使用价售比的多因素模型

我们看一下以低价售比作为最终因素的模型，我们称之为"价值模型 2"。我们将要求从"全部股票"中选中的股票符合下列标准：

1. 股息率必须超过 COMPUWTAT 计算机统计的均值。
2. 上一年股价的变动必须为正（我们把当年的价格除以上一年的价格，所以结果应大于 1）。正数保证上一年股价不下降。

然后我们购买价售比最低的 50 只股票。

从 1951 年 12 月 31 日起计算，我们投资于"价值模型 2"的10 000 美元在 1996 年底增长到了1 186 291美元，年复合收益率为 16.86%，收益率的标准差为 22.52%，比"价值模型 1"的 23.69%的标准差要低。低风险和高回报使夏普指数高达 61。基本比率与"模型 1"相似，在以十年为周期滚动计算下，该策略在 89%的时间里跑赢大市。表 17-4，表 17-5 和表 17-6 总结了上述结果。

表 17-7 显示了以十年计算的两个模型的年复合收益率。图 17-1 勾画了这一结果。

对投资者的启示

多因素模型强化了风险调整的业绩表现。尽管这两个模型产生的收益率与第 16 章中提到的低价售比/高相对强度模型的结果不尽相同，但这两个模型都表明你可以通过增加额外的标准来提高收益率并降低价值策略的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 17－4 年度收益率对比

年度（截止以下日期的一年）	"全部股票"	"全部股票"中价格比上年高,收益率＞均值,销售额对市价比最高的 50 只股票	最高的 50 只股票的相对收益率
1952 年 12 月 31 日	7.90%	11.90%	4.00%
1953 年 12 月 31 日	2.90%	3.60%	0.70%
1954 年 12 月 31 日	47.00%	66.20%	19.20%
1955 年 12 月 31 日	20.70%	27.10%	6.40%
1956 年 12 月 31 日	17.00%	13.50%	－3.50%
1957 年 12 月 31 日	－7.10%	－17.20%	－10.10%
1958 年 12 月 31 日	55.00%	43.70%	－11.30%
1959 年 12 月 31 日	23.00%	18.60%	－4.40%
1960 年 12 月 31 日	6.10%	－2.40%	－8.50%
1961 年 12 月 31 日	31.20%	40.90%	9.70%
1962 年 12 月 31 日	－12.00%	－6.30%	5.70%
1963 年 12 月 31 日	18.00%	27.40%	9.40%
1964 年 12 月 31 日	16.30%	23.40%	7.10%
1965 年 12 月 31 日	22.60%	33.70%	11.10%
1966 年 12 月 31 日	－5.20%	－12.50%	－7.30%
1967 年 12 月 31 日	41.10%	54.60%	13.50%
1968 年 12 月 31 日	27.40%	38.80%	11.40%
1969 年 12 月 31 日	－18.50%	－26.20%	－7.70%
1970 年 12 月 31 日	－5.80%	1.00%	6.80%
1971 年 12 月 31 日	21.30%	23.20%	1.90%
1972 年 12 月 31 日	11.00%	11.50%	0.50%
1973 年 12 月 31 日	－27.20%	－19.50%	7.70%
1974 年 12 月 31 日	－27.90%	－18.50%	9.40%
1975 年 12 月 31 日	55.90%	72.00%	16.10%
1976 年 12 月 31 日	35.60%	46.30%	10.70%
1977 年 12 月 31 日	6.90%	9.30%	2.40%
1978 年 12 月 31 日	12.20%	9.20%	－3.00%
1979 年 12 月 31 日	34.30%	41.20%	6.90%
1980 年 12 月 31 日	31.50%	25.40%	－6.10%
1981 年 12 月 31 日	1.70%	16.30%	14.60%
1982 年 12 月 31 日	22.50%	50.00%	27.50%
1983 年 12 月 31 日	28.10%	36.90%	8.80%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	"全部股票"	"全部股票"中价格比上年高,收益率＞均值,销售额对市价比最高的50只股票	最高的50只股票的相对收益率
1984年12月31日	-3.40%	5.40%	8.80%
1985年12月31日	30.80%	43.70%	12.90%
1986年12月31日	13.10%	19.60%	6.50%
1987年12月31日	-1.30%	8.20%	9.50%
1988年12月31日	21.20%	26.50%	5.30%
1989年12月31日	21.40%	13.30%	-8.10%
1990年12月31日	-13.80%	-18.20%	-4.40%
1991年12月31日	39.80%	21.20%	-18.60%
1992年12月31日	13.80%	24.60%	10.80%
1993年12月31日	16.60%	27.30%	10.70%
1994年12月31日	-3.40%	1.30%	4.70%
1995年12月31日	27.00%	16.00%	-11.00%
1996年12月31日	18.30%	25.50%	7.20%
算术平均数	14.97%	19.06%	4.09%
标准差	19.51%	22.52%	3.01%

表17-5 收益率概述*

	"全部股票"	"全部股票"中价格比上年高，收益率＞均值，销售额对市价比最高的50只股票
算术平均数	14.97%	19.06%
收益标准差	19.51%	22.52%
夏普风险调整指数	49.00	61.00
3年期复合收益率	13.22%	13.82%
5年期复合收益率	14.00%	18.53%
10年期复合收益率	12.92%	13.65%
15年期复合收益率	14.44%	18.88%
20年期复合收益率	14.97%	19.08%
25年期复合收益率	12.74%	17.84%
30年期复合收益率	12.43%	17.28%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	"全部股票"	"全部股票"中价格比上年高，收益率＞均值，销售额对市价比最高的 50 只股票
35 年期复合收益率	11.64%	16.43%
40 年期复合收益率	12.62%	16.15%
年度复合收益率	13.23%	16.86%
10 000 美元增值为	$2 677 556.77	$11 086 291.30
最高年度收益	55.90%	72.00%
最低年度收益	-27.90%	-26.20%
最高年度预期收益**	53.98%	64.09%
最低年度预期收益***	-24.04%	-25.98%

* 时间：1951 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。

** 最高年度预期收益为平均收益率加 2 个收益标准差。

*** 最低年度预期收益为平均收益率减 2 个收益标准差。

表 17-6　"全部股票"及其中按价值模型 2 选出的 50 只股票的基本比例*

项　　目	价格模型 2 的 50 只股票超过"全部股票"的时期数	比　　例
年度收益率	45 期中的 32 期	71.00%
五年滚动期复合收益率	41 期中的 32 期	78.00%
十年滚动期复合收益率	36 期中的 32 期	89.00%

* 时间：1951 年～1996 年。

表 17-7　各十年期复合年度收益率

样本组	50 年代*	60 年代	70 年代	80 年代	90 年代**
全部股票	19.22%	11.09%	8.53%	15.85%	12.78%
价值模型 1	20.07%	14.65%	13.40%	18.23%	14.80%
价值模型 2	18.63%	14.14%	14.46%	23.74%	12.17%

* 1952 年～1959 年间收益率。

** 1990 年～1996 年间收益率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

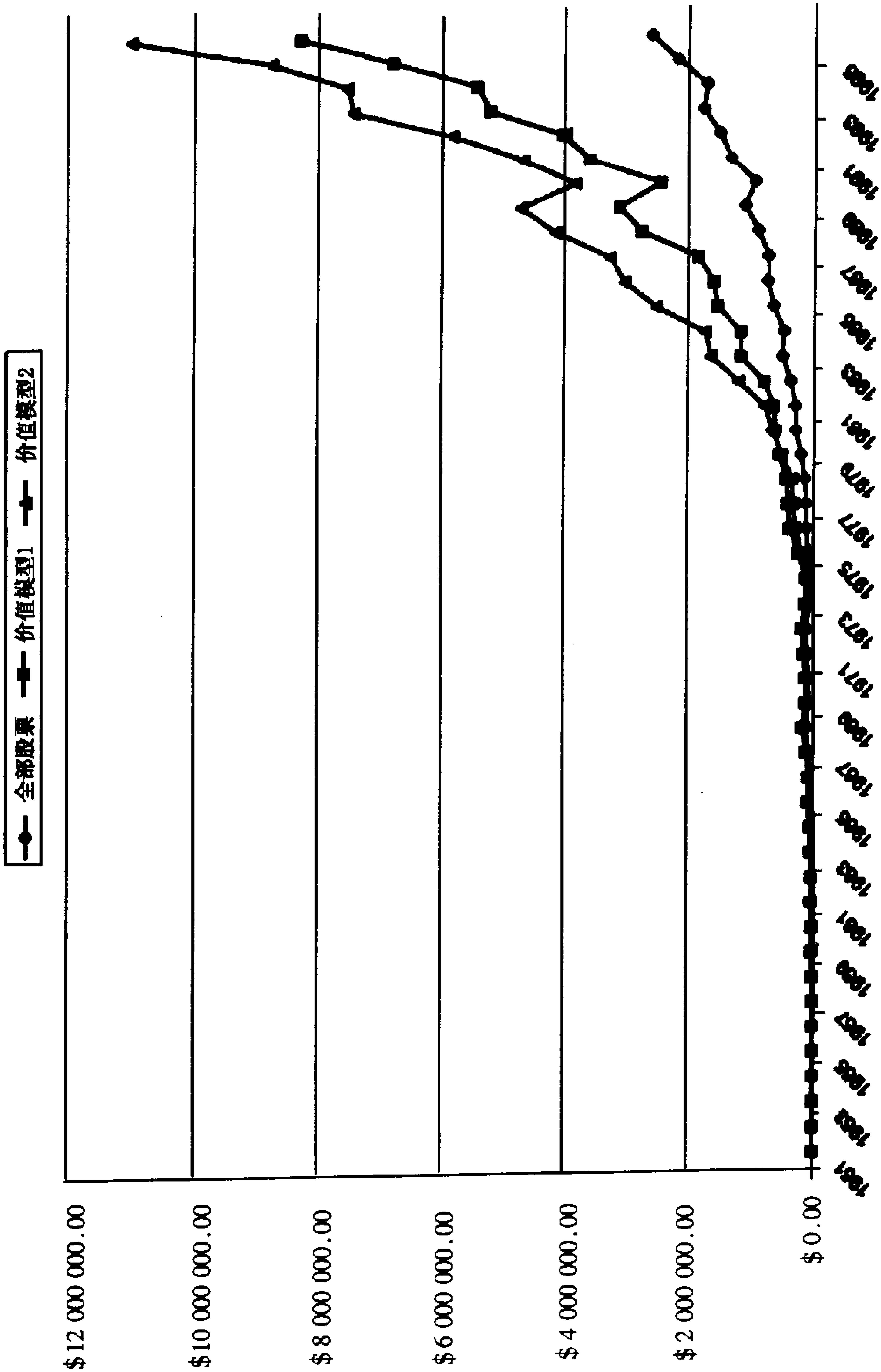


图17－1 二因素模型的收益率与“全部股票”对比，1951年～1996年，1951年底=10 000美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Finding Value Among the Market's Leaders: A Cornerstone Value Strategy

18

在龙头股票中发现价值：一种基础价值策略

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

道法自然。

——老子

很多投资者对于那些与重要的价格指数如道·琼斯工业平均数和标准普尔 500 指数所反映的风险不一致的投资策略总是感到不放心。他们乐于比指数做得更好，但是却无法承受与之对应的异动性。当市场价格上升时，他们无法忍受自己的投资组合发生损失，更不能拥有虽在牛市中上升但在熊市下跌的股票。这些紧张不安的投资者经常投资于标准普尔 500 指数基金。

盯住标准普尔 500 指数的另一种策略

存在另外一种盯住标准普尔 500 指数的策略。历史记录显示，市场领涨股票组合拥有颇具吸引力的价值比率——特别是那些股息率高的股票总能以类似水平的风险跑赢大市。"龙头股票"（market - leading stocks）是指那些规模大、声誉高、销售额高于一般水平的公司的股票。它们通常有较高的现金流和大量的公众股。这些龙头公司一般被认为比整个市场的异动少。我们在第 9 章看到，只是购买"全部股票"中 50 只股息率最高的股票并不能增加股票的价值，当加入规模大、在市场中居于领导地位公司的股票后，该组合就能在市场普遍具有的风险水平上大大提高投资回报。

让我们定义"龙头股票"，它们：

1. 来自"大盘股票"样本。
2. 比 COMPUWTAT 统计数据库平均股票拥有更多的流通中股份。
3. 每股现金流超过 COMPUWTAT 统计数据库中的均值水平。
4. 销售额是 COMPUWTAT 统计数据库中均值的 1.5 倍。

最后，公用事业股被排除在外，所以它们不会成为名单上的主力。这大大限制了所考察股票的数量。1997 年 9 月 30 日，COMPUWTAT 统计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数据库 9889 只股票中仅有 570 只股票符合上述所有要求，只有 6%。

高市盈率甚至也妨害了“龙头股票”的收益率

在确定哪些“龙头股票”表现好时，***所有的***价值因素都很有用。如我们以前看到的，高市盈率影响了“龙头股票”的表现，而低市盈率则有助于“龙头股票”的表现。表 18－1 到表 18－4 体现了这样的结果，非常有说服力。1951 年 12 月 31 日投资10 000美元于“龙头股票”中市盈率***最高***的 50 只股票，到 1996 年底增长至1 043 895美元，年复合收益率为 10.62%。这低于从“大盘股票”中获得的1 590 667美元，也低于投资于“龙头股票”获得的3 363 529美元。尽管标准差低，只有 17.23%，但微薄的绝对收益率使夏普指数只有 40。该策略只在 45 年中的 19 年跑赢大市，即 42%的时间是这样。高市盈率甚至影响了“龙头股票”的业绩。

表 18－1 年度收益率对比

年度（截止以下日期的一年）	“大盘股票”	“龙头股票”中 PE 最高的 50 只股票	PE 最高的 50 只股票的相对收益率
1952 年 12 月 31 日	9.30%	15.50%	6.20%
1953 年 12 月 31 日	2.30%	0.03%	－2.27%
1954 年 12 月 31 日	44.90%	50.70%	5.80%
1955 年 12 月 31 日	21.20%	26.60%	5.40%
1956 年 12 月 31 日	9.60%	13.00%	3.40%
1957 年 12 月 31 日	－6.90%	－10.00%	－3.10%
1958 年 12 月 31 日	42.10%	36.70%	－5.40%
1959 年 12 月 31 日	9.90%	12.50%	2.60%
1960 年 12 月 31 日	－4.80%	－0.01%	－4.81%
1961 年 12 月 31 日	27.50%	24.10%	－3.40%
1962 年 12 月 31 日	－8.90%	－13.70%	－4.80%
1963 年 12 月 31 日	19.50%	23.90%	4.40%
1964 年 12 月 31 日	15.30%	13.00%	－2.30%
1965 年 12 月 31 日	16.20%	24.50%	8.30%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	“大盘股票”	“龙头股票”中 PE 最高的 50 只股票	PE 最高的 50 只股票的相对收益率
1966 年 12 月 31 日	-4.90%	-1.60%	3.30%
1967 年 12 月 31 日	21.30%	35.00%	13.70%
1968 年 12 月 31 日	16.80%	6.80%	-10.00%
1969 年 12 月 31 日	-9.90%	0.20%	10.10%
1970 年 12 月 31 日	-0.20%	-6.50%	-6.30%
1971 年 12 月 31 日	17.30%	27.00%	9.70%
1972 年 12 月 31 日	14.90%	24.70%	9.80%
1973 年 12 月 31 日	-18.90%	-14.10%	4.80%
1974 年 12 月 31 日	-26.70%	-32.90%	-6.20%
1975 年 12 月 31 日	43.10%	30.10%	-13.00%
1976 年 12 月 31 日	28.00%	9.20%	-18.80%
1977 年 12 月 31 日	-2.50%	-12.40%	-9.90%
1978 年 12 月 31 日	8.10%	12.50%	4.40%
1979 年 12 月 31 日	27.30%	10.50%	-16.80%
1980 年 12 月 31 日	30.80%	36.00%	5.20%
1981 年 12 月 31 日	0.60%	-8.00%	-8.60%
1982 年 12 月 31 日	19.90%	29.50%	9.60%
1983 年 12 月 31 日	23.80%	16.90%	-6.90%
1984 年 12 月 31 日	-0.40%	-4.10%	-3.70%
1985 年 12 月 31 日	19.50%	32.00%	12.50%
1986 年 12 月 31 日	32.20%	24.00%	-8.20%
1987 年 12 月 31 日	3.30%	23.50%	20.20%
1988 年 12 月 31 日	19.00%	19.40%	0.40%
1989 年 12 月 31 日	26.00%	21.80%	-4.20%
1990 年 12 月 31 日	-8.70%	-15.50%	-6.80%
1991 年 12 月 31 日	33.00%	30.50%	-2.50%
1992 年 12 月 31 日	8.70%	0.01%	-8.69%
1993 年 12 月 31 日	16.30%	11.00%	-5.30%
1994 年 12 月 31 日	-1.90%	-3.00%	-1.10%
1995 年 12 月 31 日	28.50%	15.50%	-13.00%
1996 年 12 月 31 日	18.70%	18.00%	-0.70%
算术平均数	13.11%	12.29%	-0.82%
标准差	16.01%	17.23%	1.22%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 18－2 年度收益率对比

年度（截止以下日期的一年）	“大盘股票”	“龙头股票”中 PE 最低的 50 只股票	PE 最低的 50 只股票的相对收益率
1952 年 12 月 31 日	9.30%	15.60%	6.30%
1953 年 12 月 31 日	2.30%	－0.20%	－2.50%
1954 年 12 月 31 日	44.90%	51.30%	6.40%
1955 年 12 月 31 日	21.20%	27.20%	6.00%
1956 年 12 月 31 日	9.60%	13.30%	3.70%
1957 年 12 月 31 日	－6.90%	－10.00%	－3.10%
1958 年 12 月 31 日	42.10%	36.70%	－5.40%
1959 年 12 月 31 日	9.90%	12.80%	2.90%
1960 年 12 月 31 日	4.80%	1.10%	－3.70%
1961 年 12 月 31 日	27.50%	3.60%	－23.90%
1962 年 12 月 31 日	－8.90%	－4.20%	4.70%
1963 年 12 月 31 日	19.50%	18.70%	－0.80%
1964 年 12 月 31 日	15.30%	22.30%	7.00%
1965 年 12 月 31 日	16.20%	23.30%	7.10%
1966 年 12 月 31 日	－4.90%	－8.00%	－3.10%
1967 年 12 月 31 日	21.30%	28.80%	7.50%
1968 年 12 月 31 日	16.80%	29.60%	12.80%
1969 年 12 月 31 日	－9.90%	－17.50%	－7.60%
1970 年 12 月 31 日	－0.20%	7.90%	8.10%
1971 年 12 月 31 日	17.30%	12.30%	－5.00%
1972 年 12 月 31 日	14.90%	20.40%	5.50%
1973 年 12 月 31 日	－18.90%	－10.20%	8.70%
1974 年 12 月 31 日	－26.70%	－17.10%	9.60%
1975 年 12 月 31 日	43.10%	88.20%	45.10%
1976 年 12 月 31 日	28.00%	43.20%	15.20%
1977 年 12 月 31 日	－2.50%	1.60%	4.10%
1978 年 12 月 31 日	8.10%	8.20%	0.10%
1979 年 12 月 31 日	27.30%	28.10%	0.80%
1980 年 12 月 31 日	30.80%	18.00%	－12.80%
1981 年 12 月 31 日	0.60%	2.10%	1.50%
1982 年 12 月 31 日	19.90%	17.40%	－2.50%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	“大盘股票”	“龙头股票”中PE最低的50只股票	PE最低的50只股票的相对收益率
1983年12月31日	23.80%	38.80%	15.00%
1984年12月31日	-0.40%	6.10%	6.50%
1985年12月31日	19.50%	37.20%	17.70%
1986年12月31日	32.20%	27.20%	-5.00%
1987年12月31日	3.30%	7.10%	3.80%
1988年12月31日	19.00%	26.90%	7.90%
1989年12月31日	26.00%	24.30%	-1.70%
1990年12月31日	-8.70%	-16.60%	-7.90%
1991年12月31日	33.00%	44.80%	-11.80%
1992年12月31日	8.70%	5.20%	-3.50%
1993年12月31日	16.30%	25.80%	9.50%
1994年12月31日	-1.90%	3.70%	5.60%
1995年12月31日	28.50%	34.50%	6.00%
1996年12月31日	18.70%	17.50%	-1.20%
算术平均数	13.11%	16.60%	3.49%
标准差	16.01%	20.10%	4.09%

表18-3 年度收益率对比

年度（截止以下日期的一年）	“龙头股票”中PE最高的50只股票	“龙头股票”中PE最低的50只股票	PE最低的50只股票的相对收益率
1952年12月31日	15.50%	15.60%	0.10%
1953年12月31日	0.03%	-0.20%	-0.23%
1954年12月31日	50.70%	51.30%	0.60%
1955年12月31日	26.60%	27.20%	0.60%
1956年12月31日	13.00%	13.30%	0.30%
1957年12月31日	-10.00%	-10.00%	0.00%
1958年12月31日	36.70%	36.70%	0.00%
1959年12月31日	12.50%	12.80%	0.30%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	“龙头股票”中PE最高的50只股票	“龙头股票”中PE最低的50只股票	PE最低的50只股票的相对收益率
1960年12月31日	-0.01%	1.10%	1.11%
1961年12月31日	24.10%	3.60%	-20.50%
1962年12月31日	-13.70%	-4.20%	9.50%
1963年12月31日	23.90%	18.70%	-5.20%
1964年12月31日	13.00%	22.30%	9.30%
1965年12月31日	24.50%	23.30%	-1.20%
1966年12月31日	-1.60%	-8.00%	-6.40%
1967年12月31日	35.00%	28.80%	-6.20%
1968年12月31日	6.80%	29.60%	22.80%
1969年12月31日	0.20%	-17.50%	-17.70%
1970年12月31日	-6.50%	7.90%	14.40%
1971年12月31日	27.00%	12.30%	-14.70%
1972年12月31日	24.70%	20.40%	-4.30%
1973年12月31日	-14.10%	-10.20%	3.90%
1974年12月31日	-32.90%	-17.10%	15.80%
1975年12月31日	30.10%	88.20%	58.10%
1976年12月31日	9.20%	43.20%	34.00%
1977年12月31日	-12.40%	1.60%	14.00%
1978年12月31日	12.50%	8.20%	-4.30%
1979年12月31日	10.50%	28.10%	17.60%
1980年12月31日	36.00%	18.00%	-18.00%
1981年12月31日	-8.00%	2.10%	10.10%
1982年12月31日	29.50%	17.40%	-12.10%
1983年12月31日	16.90%	38.80%	21.90%
1984年12月31日	-4.10%	6.10%	10.20%
1985年12月31日	32.00%	37.20%	5.20%
1986年12月31日	24.00%	27.20%	3.20%
1987年12月31日	23.50%	7.10%	-16.40%
1988年12月31日	19.40%	26.90%	7.50%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	“龙头股票”中PE最高的50只股票	“龙头股票”中PE最低的50只股票	PE最低的50只股票的相对收益率
1989年12月31日	21.80%	24.30%	2.50%
1990年12月31日	-15.50%	-16.60%	-1.10%
1991年12月31日	30.50%	44.80%	14.30%
1992年12月31日	0.01%	5.20%	5.19%
1993年12月31日	11.00%	25.80%	14.80%
1994年12月31日	-3.00%	3.70%	6.70%
1995年12月31日	15.50%	34.50%	19.00%
1996年12月31日	18.00%	17.50%	-0.50%
算术平均数	12.29%	16.60%	4.31%
标准差	17.23%	20.10%	2.87%

表18-4 年度收益率对比

年度（截止以下日期的一年）	“大盘股票”	“龙头股票”中股息率最高的50只股票	股息率最高的50只股票的相对收益率
1952年12月31日	9.30%	14.30%	5.00%
1953年12月31日	2.30%	1.20%	-1.10%
1954年12月31日	44.90%	52.50%	7.60%
1955年12月31日	21.20%	28.10%	6.90%
1956年12月31日	9.60%	14.80%	5.20%
1957年12月31日	-6.90%	-13.50%	-6.60%
1958年12月31日	42.10%	44.90%	2.80%
1959年12月31日	9.90%	9.60%	-0.30%
1960年12月31日	4.80%	-0.03%	-4.83%
1961年12月31日	27.50%	24.40%	-3.10%
1962年12月31日	-8.90%	-2.60%	6.30%
1963年12月31日	19.50%	18.80%	-0.70%
1964年12月31日	15.30%	20.30%	5.00%
1965年12月31日	16.20%	17.60%	1.40%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	“大盘股票”	“龙头股票”中股息率最高的50只股票	股息率最高的50只股票的相对收益率
1966年12月31日	-4.90%	-10.20%	-5.30%
1967年12月31日	21.30%	23.70%	2.40%
1968年12月31日	16.80%	26.50%	9.70%
1969年12月31日	-9.90%	-15.00%	-5.10%
1970年12月31日	-0.20%	11.30%	11.50%
1971年12月31日	17.30%	15.80%	-1.50%
1972年12月31日	14.90%	14.00%	-0.90%
1973年12月31日	-18.90%	-5.90%	13.00%
1974年12月31日	-26.70%	-12.30%	14.40%
1975年12月31日	43.10%	58.20%	15.10%
1976年12月31日	28.00%	39.20%	11.20%
1977年12月31日	-2.50%	3.30%	5.80%
1978年12月31日	8.10%	3.30%	-4.80%
1979年12月31日	27.30%	25.60%	-1.70%
1980年12月31日	30.80%	20.30%	-10.50%
1981年12月31日	0.60%	12.80%	12.20%
1982年12月31日	19.90%	19.60%	-0.30%
1983年12月31日	23.80%	38.60%	14.80%
1984年12月31日	-0.40%	4.70%	5.10%
1985年12月31日	19.50%	35.00%	15.50%
1986年12月31日	32.20%	20.60%	-11.60%
1987年12月31日	3.30%	11.60%	8.30%
1988年12月31日	19.00%	26.50%	7.50%
1989年12月31日	26.00%	37.60%	11.60%
1990年12月31日	-8.70%	-7.00%	1.70%
1991年12月31日	33.00%	36.90%	3.90%
1992年12月31日	8.70%	11.60%	2.90%
1993年12月31日	16.30%	20.40%	4.10%
1994年12月31日	-1.90%	4.80%	6.70%
1995年12月31日	28.50%	26.70%	-1.80%
1996年12月31日	18.70%	21.90%	3.20%
算术平均数	13.11%	16.68%	3.57%
标准差	16.01%	16.95%	0.94%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低市盈率的帮助

最低市盈率的“龙头股票”则完全不同。1951 年 12 月 31 日将 10 000美元投资于“龙头股票”中的 50 只市盈率最低的股票，到 1996 年底增加到了5 266 872美元，年复合收益率达到 14.94%。这比市盈率**高**的“龙头股票”高出了4 222 932美元。区别这两种股票的仅仅是市盈率。低市盈率的股票风险较高，标准差为 21.1%，但因为收益率高，夏普指数也高达 56，十分体面。所有的基本比率也非常棒，低市盈率股票组合在 45 年中有 19 个年头跑赢“大盘股票”，即 64%的时间是这样。长期的基本比率也很不一般，低市盈率“龙头股票”在以五年为周期滚动计算下，42 次中有 32 次表现强于“大盘股票”，以十年为周期滚动计算下，36 次中有 28 次表现强于“大盘股票”。

高股息率仍很起作用

高股息率的股票在“龙头股票”中收益率最高。在“龙头股票”中购买股息率最高的 50 只股票的收入是投资于“大盘股票”的 4 倍，同时承担很小的额外风险。

从 1951 年 12 月 31 日，在“龙头股票”中投资于股息率最高的 50 只股票10 000美元，到 1996 年底，增加到6 395 862美元，年复合收益率为 15.44%。值得一提的是风险——16.95%的标准差只比“大盘股票”16.01%的标准差高出一点点。这样大的风险补偿数量使该策略的夏普指数达到 67，是我们目前所见的最高比率。

这种高收益率策略最与众不同的地方在于**最大的**亏损不过是 15%。这几乎是“大盘股票”年均亏损 26.7%的一半。在 11 个熊市年份里，该策略有 8 年表现强于“大盘股票”，在 5 年平均的回报中从未出现过负值，在十年滚动期中，只有一次表现弱于“大盘股票”，且仅仅损失小小的 0.78%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在牛市中也表现不凡

因为有这种下调的保护，你会发现在市场上扬时，该策略的表现也比“大盘股票”温和。但是这种策略在14个市场获利超过25%的年份里，有9年***跑赢***“大盘股票”。事实上，在上涨剧烈的1954年、1958年和1975年——当时“大盘股票”赚了40%或更多——该策略***总是***表现得更好。

这些数字得出了不凡的基本比率。在45年中的29年，即64%的时间里，高收益率策略强于“大盘股票”。从长期看，该事实也在持续，在以五年为周期的滚动计算下，85%的时间跑赢“大盘股票”，以十年为周期的滚动计算下，除了一次外其余均表现强于整体。表18-5和表18-6总结了收益率，表18-7和表18-8显示以五年和十年为周期滚动计算的复合收益率，以该策略与“大盘股票”进行对比。

表18-9显示按十年一档计算的两个组分别的年复合收益率。图18-1至图18-4描绘了结果。

对投资者的启示

规模大、知名度高的“龙头股票”如果具有低市盈率或低价现比这样的特点，则是很好的投资对象，但最好的标准还是股息率。

购买“龙头股票”中50只股息率最高的股票的回报非常高，这种策略可作为所有投资组合的基础价值策略。原因是多方面的。该策略选择规模大、知名度高的公司股票，在承担几乎相同的风险下却是“大盘股票”业绩的4倍。这是我们考察的诸策略中拥有最高的风险调整收益率的策略。***最大的***亏损是18.17%，低于“大盘股票”的19.73%的最大亏损。该策略最高可能的***收益***是50.82%，高于“大盘股票”的44.97%。该策略***实际***的最小和最大收益率比这更理想，最差的年份显示亏损为15%，而最好年份则获利58.2%。这在与“大盘股票”最大亏损26.7%和最高获利44.9%相比较下有很大优势。该策略在牛市***和***熊市上的表现都强于“大盘股票”，在大多数牛市上领涨，并在低迷的年月起缓冲的作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最后，该策略的高回报伴随着低风险，对任何人来说，持续稳定的收益率使它自然成为那些将投资组合盯住标准普尔 500 指数或其他“大盘股票”类型指数操作方式的替代策略。

表 18－5　收益率概述，“大盘股票”及基础价值策略*

	“大盘股票”	“龙头股票”基础策略
算术平均数	13.11%	16.68%
收益标准差	16.01%	16.95%
夏普风险调整指数	48.00	67.00
3 年期复合收益率	14.38%	17.41%
5 年期复合收益率	13.60%	16.81%
10 年期复合收益率	13.53%	18.32%
15 年期复合收益率	15.16%	19.89%
20 年期复合收益率	14.37%	18.05%
25 年期复合收益率	12.34%	17.58%
30 年期复合收益率	11.67%	16.52%
35 年期复合收益率	10.96%	15.26%
40 年期复合收益率	11.36%	14.76%
年度复合收益率	11.92%	15.44%
10 000 美元增值为	$1 590 667.04	$6 395 861.89
最高年度收益	44.90%	58.20%
最低年度收益	－26.70%	－15.00%
最高年度预期收益**	45.12%	50.57%
最低年度预期收益***	－18.91%	－17.22%

*　时间：1951 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。

**　最高年度预期收益为平均收益率加 2 个收益标准差。

***　最低年度预期收益为平均收益率减 2 个收益标准差。

表 18－6　“大盘股票”及“龙头股票”中股息收益率最高的 50 只股票的基本比例*

项　　目	价值模型 1 的 50 只股票超过“全部股票”的时期数	比　　例
年度收益率	45 期中的 29 期	64.00%
五年滚动期复合收益率	41 期中的 35 期	85.00%
十年流动期复合收益率	36 期中的 35 期	97.00%

*　时间：1951 年～1996 年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 18－7　　五年滚动期复合收益率*

年度（截止以下日期的五年）	“大盘股票”	“龙头股票”中股息率最高的 50 只股票	差　额
1956 年 12 月 31 日	16.57%	21.00%	4.44%
1957 年 12 月 31 日	12.89%	14.44%	1.56%
1958 年 12 月 31 日	20.55%	22.96%	2.41%
1959 年 12 月 31 日	14.07%	15.10%	1.03%
1960 年 12 月 31 日	10.80%	9.53%	－1.27%
1961 年 12 月 31 日	14.20%	11.31%	－2.90%
1962 年 12 月 31 日	13.71%	13.98%	0.27%
1963 年 12 月 31 日	9.84%	9.54%	－0.30%
1964 年 12 月 31 日	10.90%	11.60%	0.70%
1965 年 12 月 31 日	13.21%	15.29%	2.07%
1966 年 12 月 31 日	6.76%	8.01%	1.25%
1967 年 12 月 31 日	13.05%	13.30%	0.24%
1968 年 12 月 31 日	12.54%	14.73%	2.19%
1969 年 12 月 31 日	7.12%	7.03%	－0.09%
1970 年 12 月 31 日	3.91%	5.86%	1.95%
1971 年 12 月 31 日	8.37%	11.38%	3.02%
1972 年 12 月 31 日	7.20%	9.58%	2.38%
1973 年 12 月 31 日	－0.35%	3.28%	3.63%
1974 年 12 月 31 日	－4.37%	3.93%	8.30%
1975 年 12 月 31 日	2.77%	11.50%	8.73%
1976 年 12 月 31 日	4.58%	15.68%	11.10%
1977 年 12 月 31 日	1.20%	13.42%	12.22%
1978 年 12 月 31 日	7.19%	15.56%	8.37%
1979 年 12 月 31 日	19.70%	24.17%	4.47%
1980 年 12 月 31 日	17.57%	17.55%	－0.02%
1981 年 12 月 31 日	12.04%	12.71%	0.67%
1982 年 12 月 31 日	16.77%	16.06%	－0.71%
1983 年 12 月 31 日	19.98%	23.09%	3.11%
1984 年 12 月 31 日	14.24%	18.69%	4.45%
1985 年 12 月 31 日	12.19%	21.46%	9.27%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的五年）	"大盘股票"	"龙头股票"中股息率最高的50只股票	差 额
1986年12月31日	18.49%	23.09%	4.60%
1987年12月31日	15.01%	21.40%	6.39%
1988年12月31日	14.01%	19.20%	5.10%
1989年12月31日	19.60%	25.90%	6.30%
1990年12月31日	13.33%	16.85%	3.52%
1991年12月31日	13.47%	19.85%	6.39%
1992年12月31日	14.63%	19.85%	5.22%
1993年12月31日	14.10%	18.67%	4.57%
1994年12月31日	8.53%	12.38%	3.85%
1995年12月31日	16.21%	19.55%	3.34%
1996年12月31日	13.60%	16.81%	3.21%
算术平均数	11.71%	15.25%	3.54%

* 时间：1955年12月31日～1996年12月31日。

表 18－8 十年滚动期复合收益率*

年度（截止以下日期的十年）	"大盘股票"	"龙头股票"中股息率最高的50只股票	差 额
1961年12月31日	15.38%	16.05%	0.67%
1962年12月31日	13.30%	14.21%	0.91%
1963年12月31日	15.07%	16.06%	0.99%
1964年12月31日	12.47%	13.34%	0.87%
1965年12月31日	12.00%	12.37%	0.37%
1966年12月31日	10.42%	9.65%	－0.78%
1967年12月31日	13.38%	13.64%	0.26%
1968年12月31日	11.18%	12.11%	0.93%
1969年12月31日	8.99%	9.29%	0.30%
1970年12月31日	8.46%	10.47%	2.01%
1971年12月31日	7.56%	9.68%	2.12%
1972年12月31日	10.09%	11.42%	1.34%
1973年12月31日	5.90%	8.86%	2.95%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的十年）	"大盘股票	"龙头股票"中股息率最高的 50 只股票	差　额
1974 年 12 月 31 日	1.21%	5.47%	4.26%
1975 年 12 月 31 日	3.34%	8.64%	5.30%
1976 年 12 月 31 日	6.46%	13.51%	7.05%
1977 年 12 月 31 日	4.16%	11.48%	7.33%
1978 年 12 月 31 日	3.35%	9.25%	5.89%
1979 年 12 月 31 日	6.99%	13.60%	6.61%
1980 年 12 月 31 日	9.92%	14.49%	4.56%
1981 年 12 月 31 日	8.25%	14.19%	5.94%
1982 年 12 月 31 日	8.71%	14.73%	6.03%
1983 年 12 月 31 日	13.41%	19.26%	5.86%
1984 年 12 月 31 日	16.94%	21.40%	4.46%
1985 年 12 月 31 日	14.85%	19.49%	4.64%
1986 年 12 月 31 日	15.22%	17.78%	2.57%
1987 年 12 月 31 日	15.89%	18.70%	2.81%
1988 年 12 月 31 日	17.01%	21.13%	4.12%
1989 年 12 月 31 日	16.89%	22.24%	5.35%
1990 年 12 月 31 日	12.76%	19.13%	6.37%
1991 年 12 月 31 日	15.95%	21.46%	5.51%
1992 年 12 月 31 日	14.82%	20.62%	5.80%
1993 年 12 月 31 日	14.10%	18.94%	4.83%
1994 年 12 月 31 日	13.93%	18.95%	5.02%
1995 年 12 月 31 日	14.76%	18.20%	3.43%
1996 年 12 月 31 日	13.53%	18.32%	4.79%
算术平均数	11.30%	14.95%	3.65%

* 时间：1955 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。

表 18－9　　各十年期复合年度收益率

投资组合	50 年代*	60 年代	70 年代	80 年代	90 年代**
"大盘股票"	15.33%	8.99%	6.99%	16.89%	12.61%
基础价值策略	17.22%	9.29%	13.60%	22.24%	15.66%

* 1952 年至 1959 年间收益率。

** 1990 年至 1996 年间收益率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

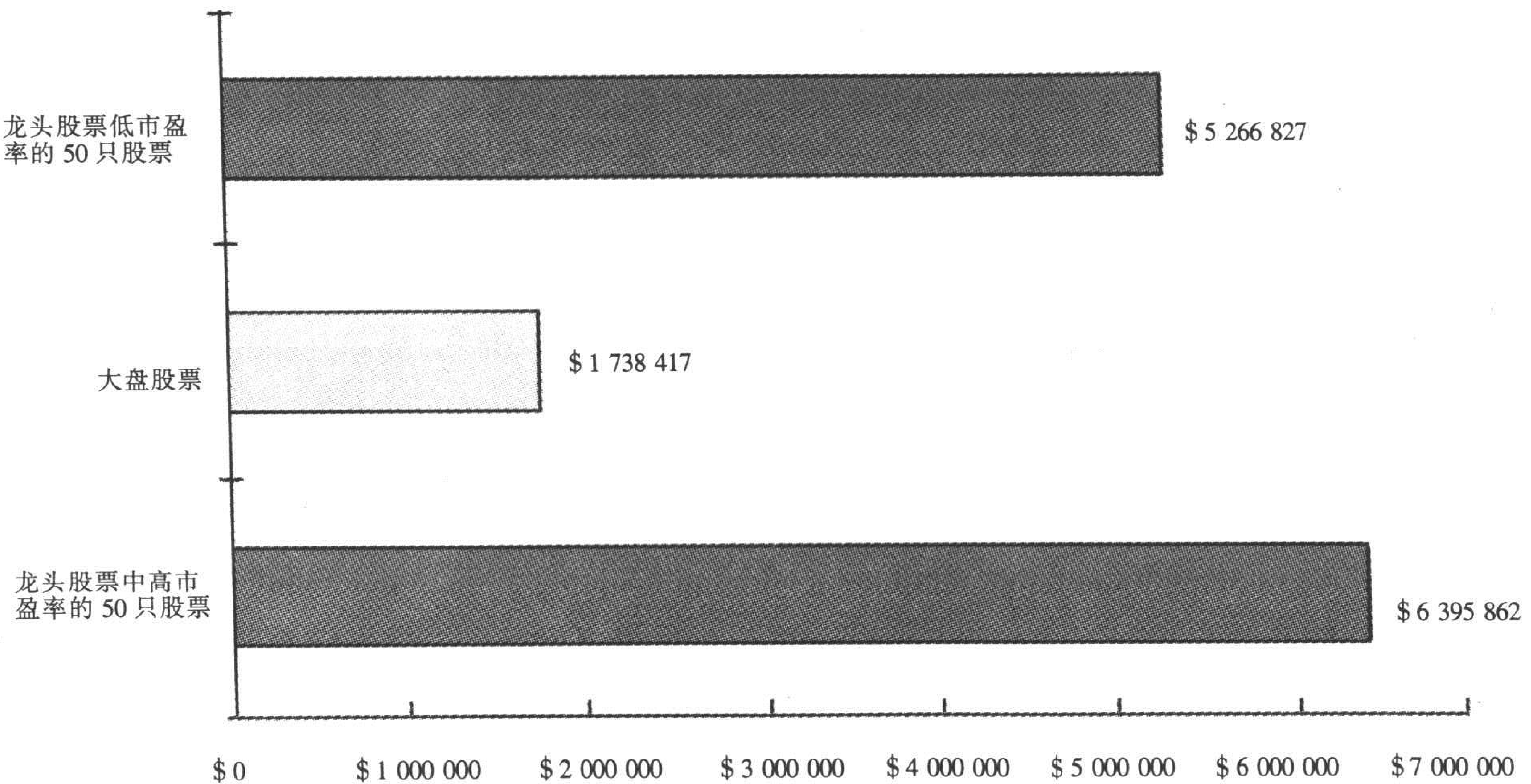


图 18-1 1951 年 12 月 31 日投资的 10 000 美元到 1996 年 12 月 31 日的价值，每年重新调整

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

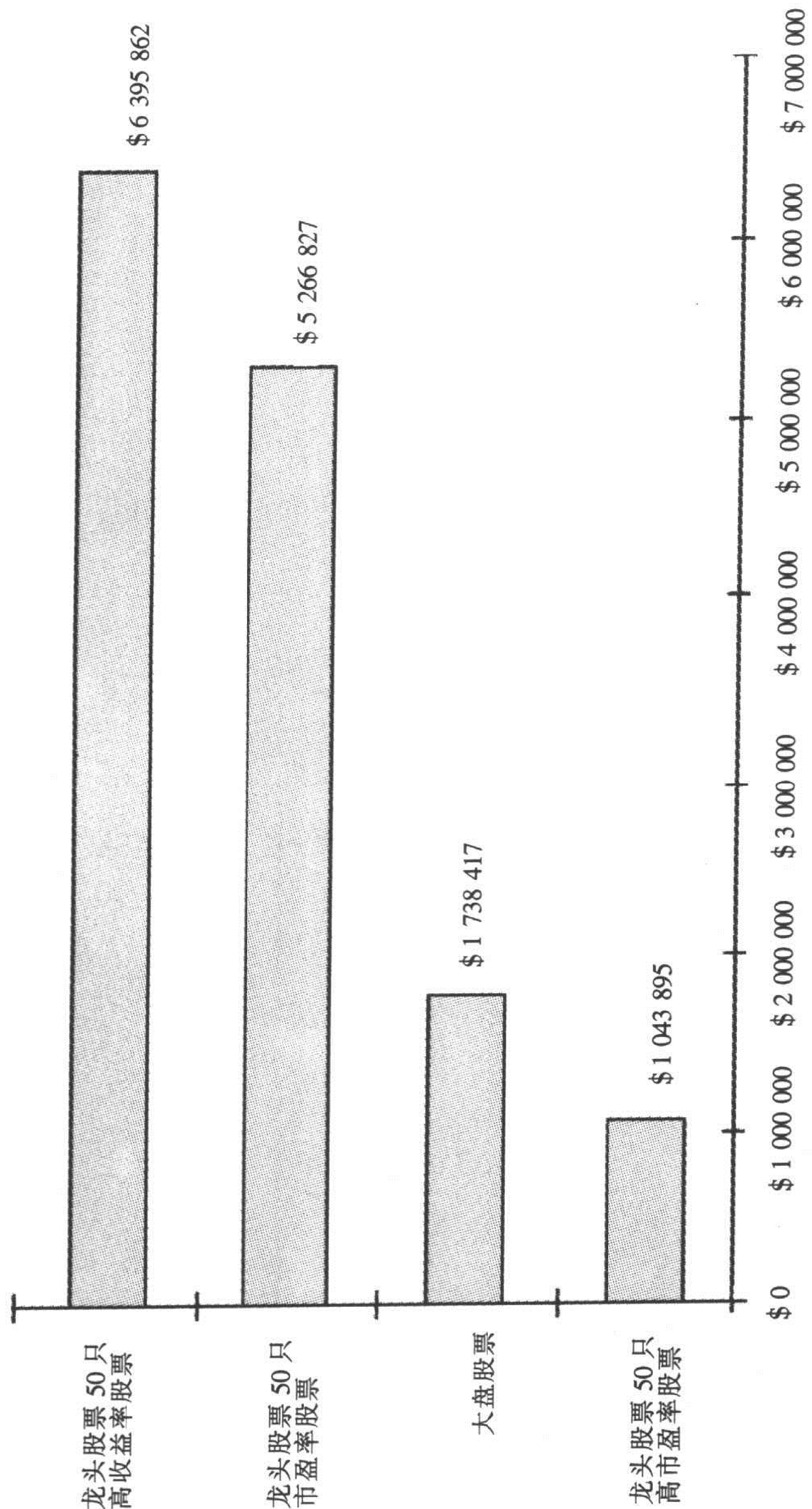


图 18－2 1951 年 12 月 31 日投资的 10 000 美元到 1996 年 12 月 31 日的价值，每年重新调整

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

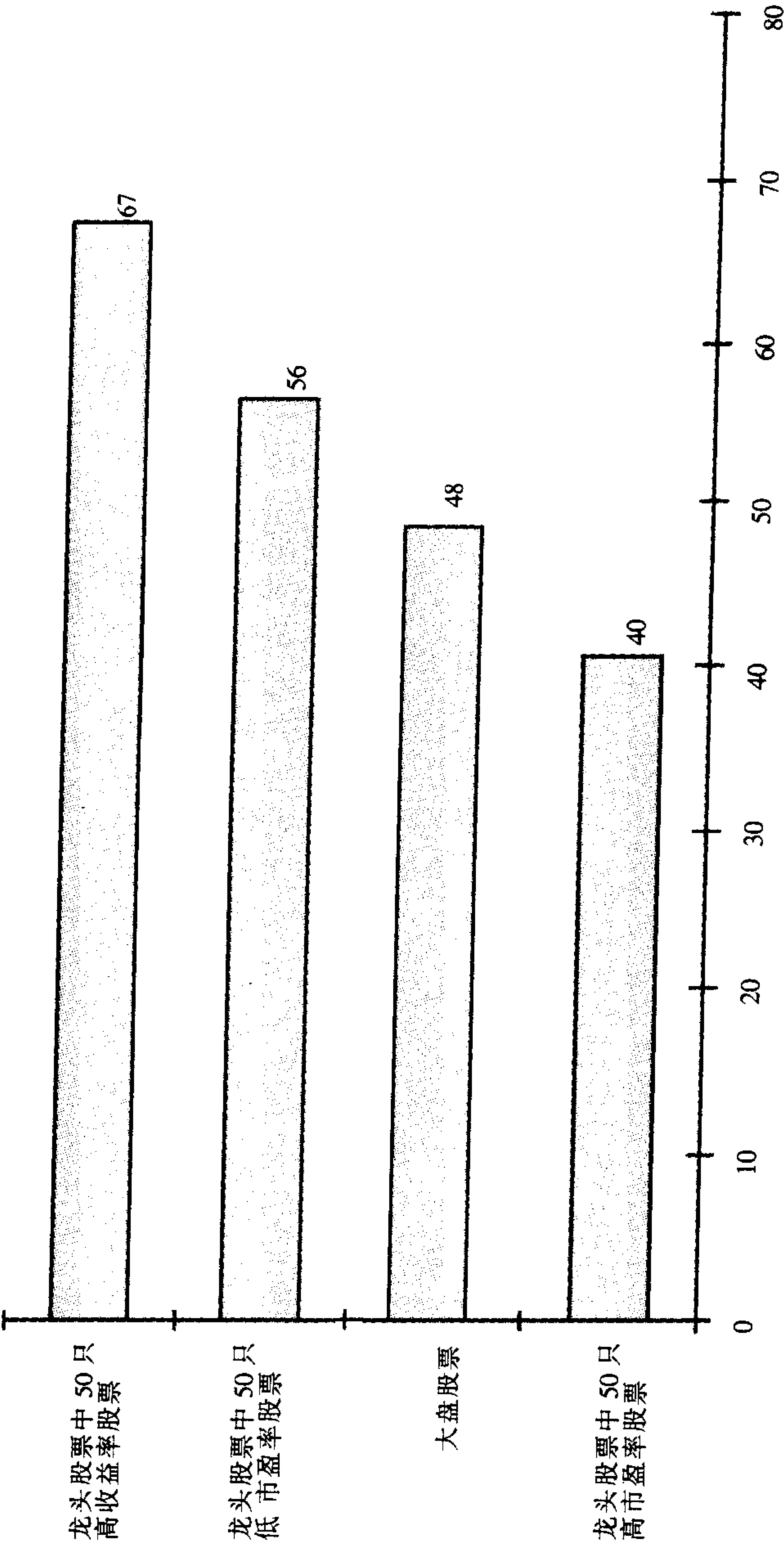


图 18－3 夏普风险调整收益指数，1951 年～1996 年指数（越高越好）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

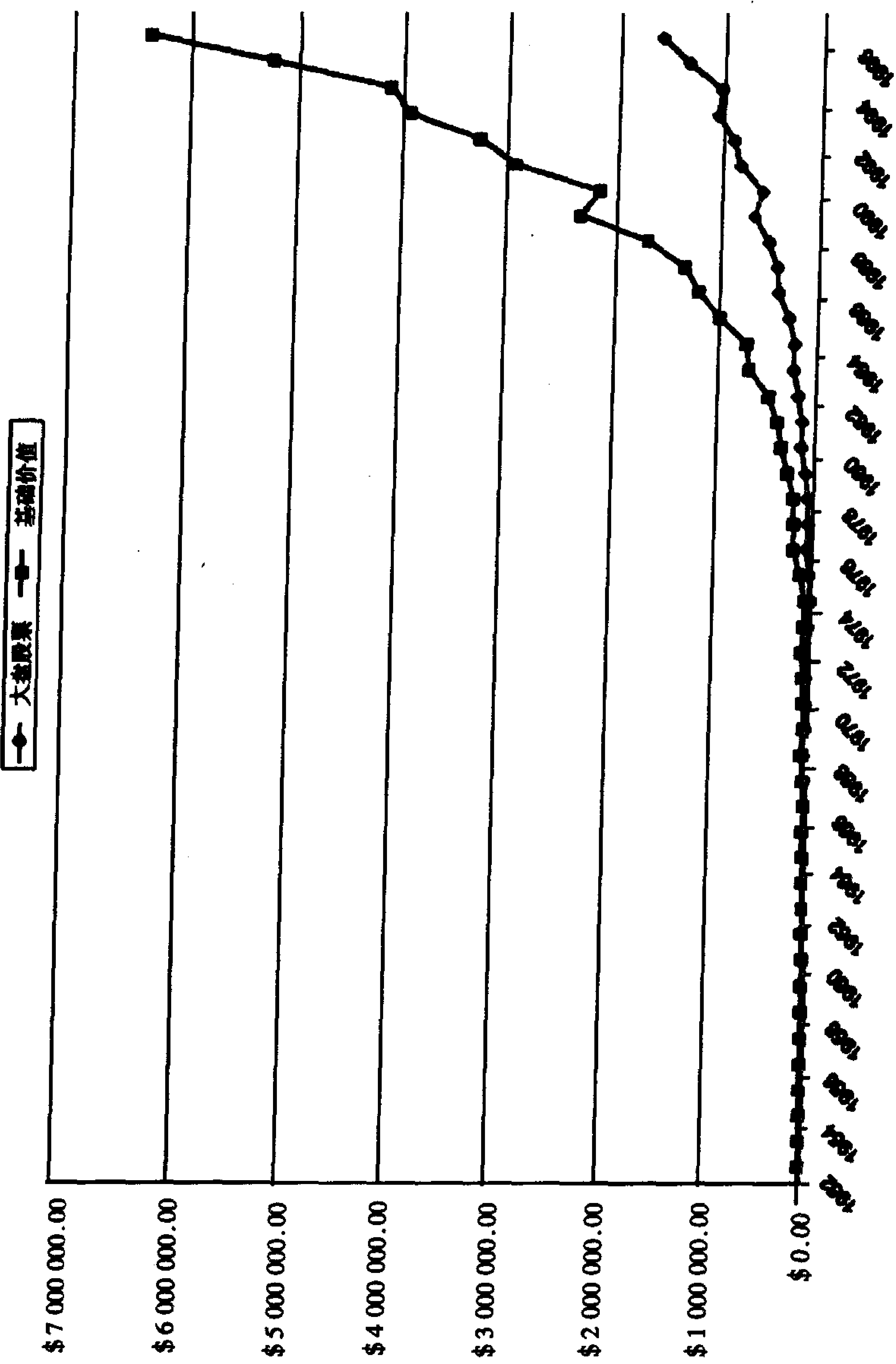


图 18－4 基础价值收益与大盘股票收益对比，1951 年～1996 年，1951 年底＝10 000 美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Searching for a Cornerstone Growth Strategy

19

寻找基本成长策略

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事实并不因为被人们所忽视而不存在。

——奥尔德斯·赫克斯利

现在让我们来看看能否找到一种基本成长策略，以补充基本价值策略的不足。采取成长策略之后，风险会大大增加。这其中的诀窍是建立一个证券组合，从而消除较高标准差的不利影响，使其风险调整收益足以弥补激进策略所带来的风险。

到目前为止，我们所见到的最佳策略是，在“全部股票”样本中，选出价售比低于 1 的股票，然后购买其中一年期价格表现最好的 50 只(这里我们还将加入收益和五年期收益增长的因素，因此我们得从 1954 年 12 月 31 日开始。相应的，这一策略的实施期也调整至 1954 年至 1996 年)。按该策略在 1954 年 12 月 31 日投资10 000美元，到 1996 年底已增值为12 999 698美元，年复合收益率达 18.62%。标准差为 25.64%，夏普指数为 61。这是一个很难超过的成绩。我们的目标是找到收益更高、风险更低，或者基本比率更好的成长策略。

传统的成长因素不符合要求

首先我们使用的是一组典型的成长因素，同时结合相对强度指标。我们将其称为“成长模型 1”，其中的股票要符合以下要求：

1. 来自“全部股票”样本组。
2. 五年期每股收益增长率超过 COMPUWTAT 数据库的平均数。
3. 利润率超过 COMPUWTAT 数据库的平均数。
4. 收益率高于上一年度。

在这些股票中我们买入一年期相对强度最高的 50 只。

在 1954 年 12 月 31 日按这一策略投资10 000美元，到 1996 年底即增值为6 019 821美元，年复合收益率为 16.46%。这一表现比单纯投资于“全部股票”要好，后者在同一时期中从10 000美元增至1 640 531美元，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年复合收益率仅 12.91%。“成长模型 1”的风险适中，标准差为 22.23%，略高于“全部股票”的 19.46%。这使得其夏普指数高达 57，相对“全部股票”的 44 而言，也较为令人满意（请注意这里少了三年的收益，因此数字与前文有所不同）。

然而，从绝对收益和风险调整收益两个角度来看，这一策略都远不如购买相对强度最高、价售比较低的股票，尽管其收益的标准差确实较低。正如前文所述，在 1954 年 2 月 31 日时投资10 000美元，购买价售比低于 1 的股票中相对强度最高的 50 只，到 1996 年将得到12 999 698 美元，几乎是“成长模型 1”的 1 倍，虽然风险是高一些，标准差为 25.64%。表 19－1 汇总了对比的结果。

表 19－1 收益情况概述*

	全部股票	一年期内收益超过上一年度最多的前 50 只股票	价售比低于 1 的股票中一年期股价上涨最多的 50 只股票
10 000 美元增值为	$2 481 517	$11 210 213	$21 701 904
年度复合收益率	13.35%	17.30%	19.08%
收益标准差（风险）	19.70%	28.34%	25.71%
夏普风险调整指数	47	54	63
十年滚动期内超过“全部股票”的百分比	没有数据	100%	100%
最高年度收益	55.90%	96.90%	67.50%
最低年度收益	－27.90%	－27.40%	－33.60%

* 时间：1952 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。

高收益是更有价值的因素

如果不考虑五年期复合收益率的增长，和利润率要超过 COMPUWTAT 数据库平均数的要求，而是只要求股票收益高于上一年度的话（不要求高出多少），情况则要好一些。

我们把这一更为简单的策略称作“成长模型 2”，其中的股票要符合下列要求：

1. 来自“全部股票”样本组。
2. 收益率高于上一年度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然后购买其中一年期价格表现最好的 50 只股票。

因为只需要一年的数据即可得出收益是否高于上一年度，所以我们可以从 1952 年 12 月 31 日开始。1952 年 12 月 31 日投资的10 000美元，可增至11 210 213美元，年复合收益率为 17.30%。这比"成长策略 1"要高，但其代价是高达 28.34%的标准差。风险的增加使夏普指数下降至 54，说明我们还要继续寻找更好的基本成长策略。表 19－2 列出了结果。

表 19－2　　收益情况概述*

	"全部股票"	基本成长策略	价售比低于 1 的股票中一年期股价上涨最多的 50 只股票
10 000 美元增值为	$ 2 481 517.00	$ 19 748 214.00	$ 21 701 904.00
年度复合收益率	13.35%	18.82%	19.08%
收益标准差（风险）	19.70%	25.59%	25.71%
夏普风险调整指数	47	63	63
十年滚动期内超过"全部股票"的百分比	没有数据	100%	100%
最高年度收益	55.90%	83.30%	67.50%
最低年度收益	－27.90%	－29.10%	－33.60%

*　时间：1952 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。

将两个模型组合起来构成基本成长策略

将高收益与低价售比结合起来的策略，其表现几乎与仅要求低价售比的策略相同，而风险则略有降低。这里，股票要符合下列要求：

1. 来自"全部股票"样本组。
2. 收益率高于上一年度。
3. 价售比低于 1.5。

然后，我们购买其中一年期价格表现最好的 50 只股票。这里将价售比的最低限增加到了 1.5，目的是为了可以包括更多的"成长性"股票，它们的收益增长稳定，使得最终的收益很高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

按这一基本成长策略在 1952 年 12 月 31 日投资的10 000美元，到 1996 年底增值至19 748 214美元，年复合收益率为 18.82%。大致与购买价售比低于 1、价格表现最好的 50 只股票的策略相同。在实现这一收益的同时，其标准差则略低，为 25.59%，使其夏普指数为 63，这在我们研究的所有成长策略中是最好的之一。表 19－3 和表 19－4 列出了基本成长策略的结果。所有策略的基本比率都很高：基本成长策略在 73%的年份中超过了“全部股票”，在五年滚动期中则是 89%地超过，在十年滚动期中这一数字增加到 100%。在与标准普尔 500 指数的五年期和十年期基本比率对比中，它还超过了低价售比、高相对强度的策略。表 19－5 列出了这一策略的基本比率，表 19－6 和表 19－7 则列出了五年期和十年期的情况。

表 19－8 列出了“全部股票”和基本成长策略股票群按十年期计算的复合年度收益率。在图 19－1 和表 19－2 中也显示了这一结果。

这两种策略是如此的相似，因此我估计它们在未来的表现也将十分接近。在本书付印之时 1997 年的收益数据刚刚公布，如果把 1997 年计算在内的话，我们可以看到基本成长策略再次稍稍超出低价售比、高相对强度的策略。到 1997 年底，10 000美元已增值至27 200 000美元，而更简单的低价售比、高相对强度的策略则只有25 200 000美元。

表 19－3 年收益表现对比

年度（截止以下日期的一年）	“全部股票”	在“全部股票”中按基本成长策略选择的股票	选取前 50 只股票的基本成长策略的相对收益率
1953 年 12 月 31 日	2.90%	0.40%	－2.50%
1954 年 12 月 31 日	47.00%	56.70%	9.70%
1955 年 12 月 31 日	20.70%	30.40%	9.70%
1956 年 12 月 31 日	17.00%	18.00%	1.00%
1957 年 12 月 31 日	－7.10%	－17.90%	－10.80%
1958 年 12 月 31 日	55.00%	52.80%	－2.20%
1959 年 12 月 31 日	23.00%	24.10%	1.10%
1960 年 12 月 31 日	6.10%	12.60%	6.50%
1961 年 12 月 31 日	31.20%	51.10%	19.90%
1962 年 12 月 31 日	－12.00%	－17.20%	－5.20%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	"全部股票"	在"全部股票"中按基本成长策略选择的股票	选取前50只股票的基本成长策略的相对收益率
1963年12月31日	18.00%	20.80%	2.80%
1964年12月31日	16.30%	30.00%	13.70%
1965年12月31日	22.60%	44.10%	21.50%
1966年12月31日	-5.20%	-0.10%	-5.10%
1967年12月31日	41.10%	83.30%	42.20%
1968年12月31日	27.40%	50.50%	23.10%
1969年12月31日	-18.50%	-28.10%	-9.60%
1970年12月31日	-5.80%	-2.60%	3.20%
1971年12月31日	21.30%	32.10%	10.80%
1972年12月31日	11.00%	19.70%	8.70%
1973年12月31日	-27.20%	-27.50%	-0.30%
1974年12月31日	-27.90%	-29.10%	-1.20%
1975年12月31日	55.90%	37.60%	-18.30%
1976年12月31日	35.60%	32.50%	-3.10%
1977年12月31日	6.90%	26.40%	19.50%
1978年12月31日	12.20%	38.30%	26.10%
1979年12月31日	34.30%	38.70%	4.40%
1980年12月31日	31.50%	62.70%	31.20%
1981年12月31日	1.70%	-9.00%	-10.70%
1982年12月31日	22.50%	37.10%	14.60%
1983年12月31日	28.10%	32.70%	4.60%
1984年12月31日	-3.40%	-2.00%	1.40%
1985年12月31日	30.80%	42.50%	11.70%
1986年12月31日	13.10%	17.70%	4.60%
1987年12月31日	-1.30%	-5.40%	-4.10%
1988年12月31日	21.20%	29.70%	8.50%
1989年12月31日	21.40%	23.80%	2.40%
1990年12月31日	-13.80%	-3.30%	10.50%
1991年12月31日	39.80%	51.40%	11.60%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	“全部股票”	在“全部股票”中按基本成长策略选择的股票	选取前50只股票的基本成长策略的相对收益率
1992年12月31日	13.80%	25.50%	11.70%
1993年12月31日	16.60%	30.30%	13.70%
1994年12月31日	-3.40%	-5.30%	-1.90%
1995年12月31日	27.00%	18.20%	-8.80%
1996年12月31日	18.30%	31.52%	13.22%
算术平均数	15.13%	21.72%	6.59%
标准差	19.70%	25.59%	5.89%

表19-4　收益情况概述*

	“全部股票”	“全部股票”中按基本成长策略选择的股票
算术平均数	15.13%	21.72%
收益标准差	19.70%	25.59%
夏普风险调整指数	47	63
3年期复合收益率	13.22%	13.76%
5年期复合收益率	14.00%	19.21%
10年期复合收益率	12.92%	18.27%
15年期复合收益率	14.44%	20.31%
20年期复合收益率	14.97%	22.45%
25年期复合收益率	12.74%	18.13%
30年期复合收益率	12.43%	18.54%
35年期复合收益率	11.64%	17.79%
40年期复合收益率	12.62%	18.25%
年期复合收益率	13.35%	18.82%
10 000美元增值为	$2 481 516.93	$19 748 214.09
最高年度收益	55.90%	83.30%
最低年度收益	-27.90%	-29.10%
最高年度预期收益**	54.52%	72.90%
最低年度预期收益***	-24.27%	-29.45%

* 时间：1952年12月31日～1996年12月31日。

** 最高年度预期收益为平均收益率加2个收益标准差。

*** 最低年度预期收益为平均收益率减2个收益标准差。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 19－5　“全部股票”及“全部股票”中符合基本成长策略的前 50 只股票的基本比例*

项目	基本成长策略超过“全部股票”的时期数	比例
年度收益率	44 期中的 31 期	70.00%
五年滚动期复合收益率	40 期中的 36 期	90.00%
十年滚动期复合收益率	35 期中的 35 期	100.00%

* 时间：1952 年～1996 年。

表 19－6　五年滚动期收益率对比

滚动五年期（截止以下日期的五年）	“全部股票”	基本成长策略	差异
1957 年 12 月 31 日	14.69%	14.73%	0.04%
1958 年 12 月 31 日	24.48%	24.78%	0.29%
1959 年 12 月 31 日	20.12%	19.09%	－1.03%
1960 年 12 月 31 日	17.07%	15.65%	－1.42%
1961 年 12 月 31 日	19.78%	21.51%	1.73%
1962 年 12 月 31 日	18.49%	21.72%	3.23%
1963 年 12 月 31 日	12.20%	16.13%	3.93%
1964 年 12 月 31 日	10.95%	17.21%	6.26%
1965 年 12 月 31 日	14.20%	23.14%	8.94%
1966 年 12 月 31 日	7.02%	13.36%	6.34%
1967 年 12 月 31 日	17.61%	32.89%	15.27%
1968 年 12 月 31 日	19.43%	38.86%	19.43%
1969 年 12 月 31 日	11.23%	23.35%	12.12%
1970 年 12 月 31 日	5.52%	14.05%	8.53%
1971 年 12 月 31 日	10.85%	20.61%	9.75%
1972 年 12 月 31 日	5.66%	10.76%	5.09%
1973 年 12 月 31 日	－5.53%	－4.30%	1.23%
1974 年 12 月 31 日	－7.81%	－4.56%	3.25%
1975 年 12 月 31 日	1.96%	2.26%	0.31%
1976 年 12 月 31 日	4.26%	2.33%	－1.93%
1977 年 12 月 31 日	3.47%	3.45%	－0.03%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

滚动五年期（截止以下日期的五年）	"全部股票"	基本成长策略	差　异
1978年12月31日	12.82%	17.71%	4.88%
1979年12月31日	27.77%	34.62%	6.85%
1980年12月31日	23.49%	39.20%	15.71%
1981年12月31日	16.59%	29.13%	12.54%
1982年12月31日	19.81%	31.24%	11.43%
1983年12月31日	23.03%	30.16%	7.13%
1984年12月31日	15.18%	21.43%	6.25%
1985年12月31日	15.06%	18.25%	3.19%
1986年12月31日	17.53%	24.49%	6.96%
1987年12月31日	12.56%	15.59%	3.03%
1988年12月31日	11.32%	15.06%	3.74%
1989年12月31日	16.53%	20.57%	4.04%
1990年12月31日	7.20%	11.57%	4.37%
1991年12月31日	11.84%	17.33%	5.49%
1992年12月31日	15.07%	24.16%	9.08%
1993年12月31日	14.19%	24.27%	10.09%
1994年12月31日	9.09%	17.79%	8.70%
1995年12月31日	17.88%	22.61%	4.74%
1996年12月31日	14.00%	19.21%	5.20%
算术平均数	13.17%	19.03%	5.87%

* 时间：1952年12月31日～1996年12月31日。

表19-7　　十年滚动期收益率对比

滚动十年期（截止以下日期的十年）	"全部股票"	基本成长策略	差　异
1962年12月31日	16.57%	18.17%	1.60%
1963年12月31日	18.18%	20.38%	2.19%
1964年12月31日	15.44%	18.15%	2.70%
1965年12月31日	15.63%	19.33%	3.71%
1966年12月31日	13.22%	17.36%	4.15%
1967年12月31日	18.05%	27.18%	9.13%
1968年12月31日	15.76%	26.99%	11.23%
1969年12月31日	11.09%	20.24%	9.15%
1970年12月31日	9.78%	18.51%	8.73%
1971年12月31日	8.92%	16.93%	8.01%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

滚动十年期（截止以下日期的十年）	"全部股票"	基本成长策略	差　异
1972年12月31日	11.48%	21.32%	9.84%
1973年12月31日	6.22%	15.28%	9.06%
1974年12月31日	1.26%	8.50%	7.24%
1975年12月31日	3.72%	8.00%	4.27%
1976年12月31日	7.50%	11.09%	3.59%
1977年12月31日	4.56%	7.04%	2.48%
1978年12月31日	3.24%	6.14%	2.90%
1979年12月31日	8.53%	13.34%	4.82%
1980年12月31日	12.21%	19.31%	7.10%
1981年12月31日	10.25%	14.95%	4.70%
1982年12月31日	11.34%	16.52%	5.18%
1983年12月31日	17.82%	23.78%	5.96%
1984年12月31日	21.31%	27.85%	6.54%
1985年12月31日	19.20%	28.30%	9.10%
1986年12月31日	17.06%	26.79%	9.73%
1987年12月31日	16.13%	23.17%	7.04%
1988年12月31日	17.03%	22.38%	5.35%
1989年12月31日	17.85%	21.00%	5.14%
1990年12月31日	11.06%	14.86%	3.80%
1991年12月31日	14.65%	20.86%	6.21%
1992年12月31日	13.81%	19.80%	5.99%
1993年12月31日	12.74%	19.58%	6.83%
1994年12月31日	12.74%	19.17%	6.42%
1995年12月31日	12.41%	16.96%	4.55%
1996年12月31日	12.92%	18.27%	5.35%
算术平均数	12.51%	18.50%	5.99%

* 时间：1952年12月31日～1996年12月31日。

表19－8　按十年期计算的复合年度收益率

证券组合	50年代*	60年代	70年代	80年代	90年代**
"全部股票"	20.94%	11.09%	8.53%	15.85%	12.78%
"全部股票"中的基本成长策略股	20.12%	20.24%	13.34%	21.00%	19.72%

* 1953年～1959年间的收益率。

* * 1990年～1996年间的收益率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

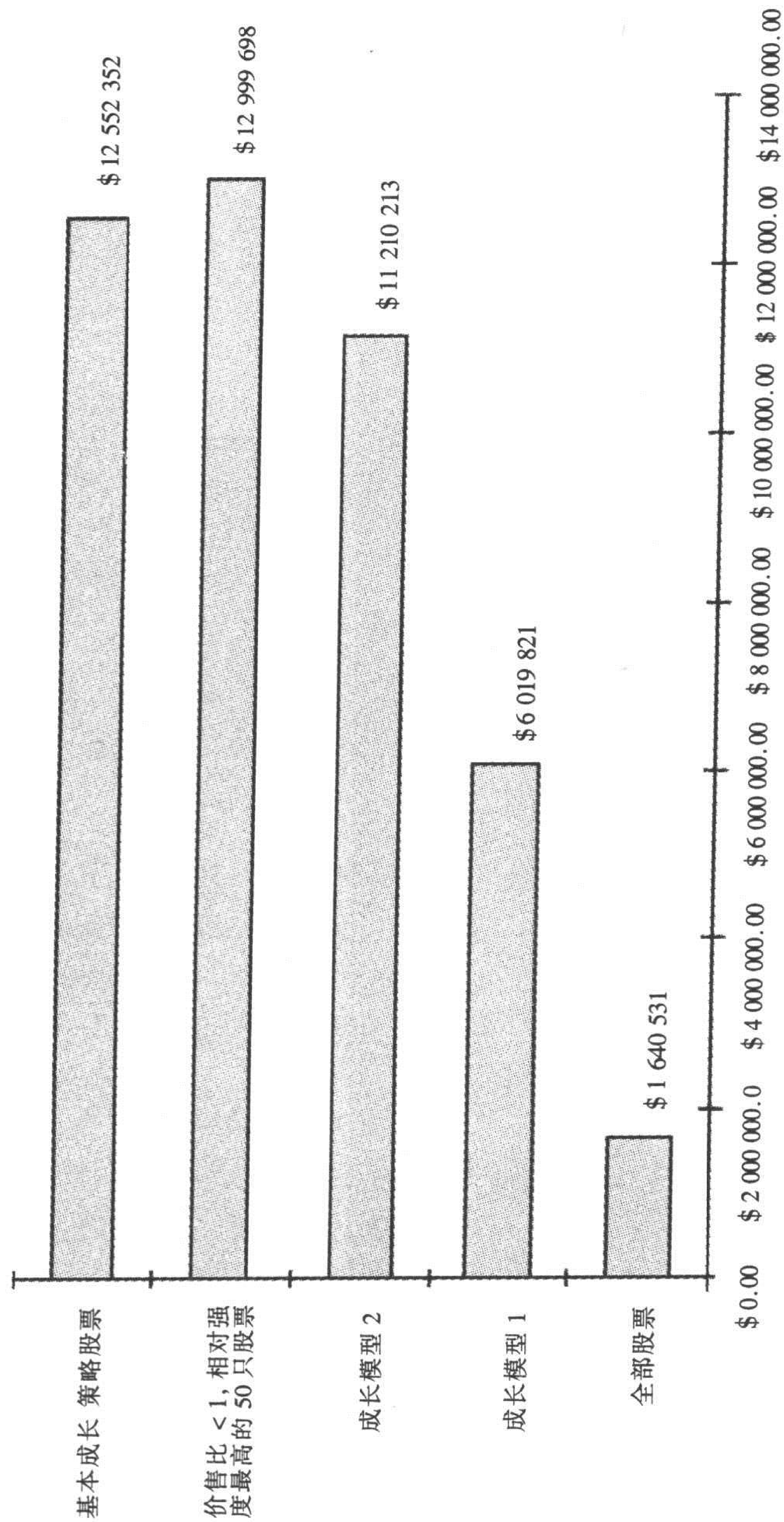


图 19－1 1954 年 12 月 31 日投资 10 000 美元，并且每年重新进行调整，至 1996 年 12 月 31 日的总值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

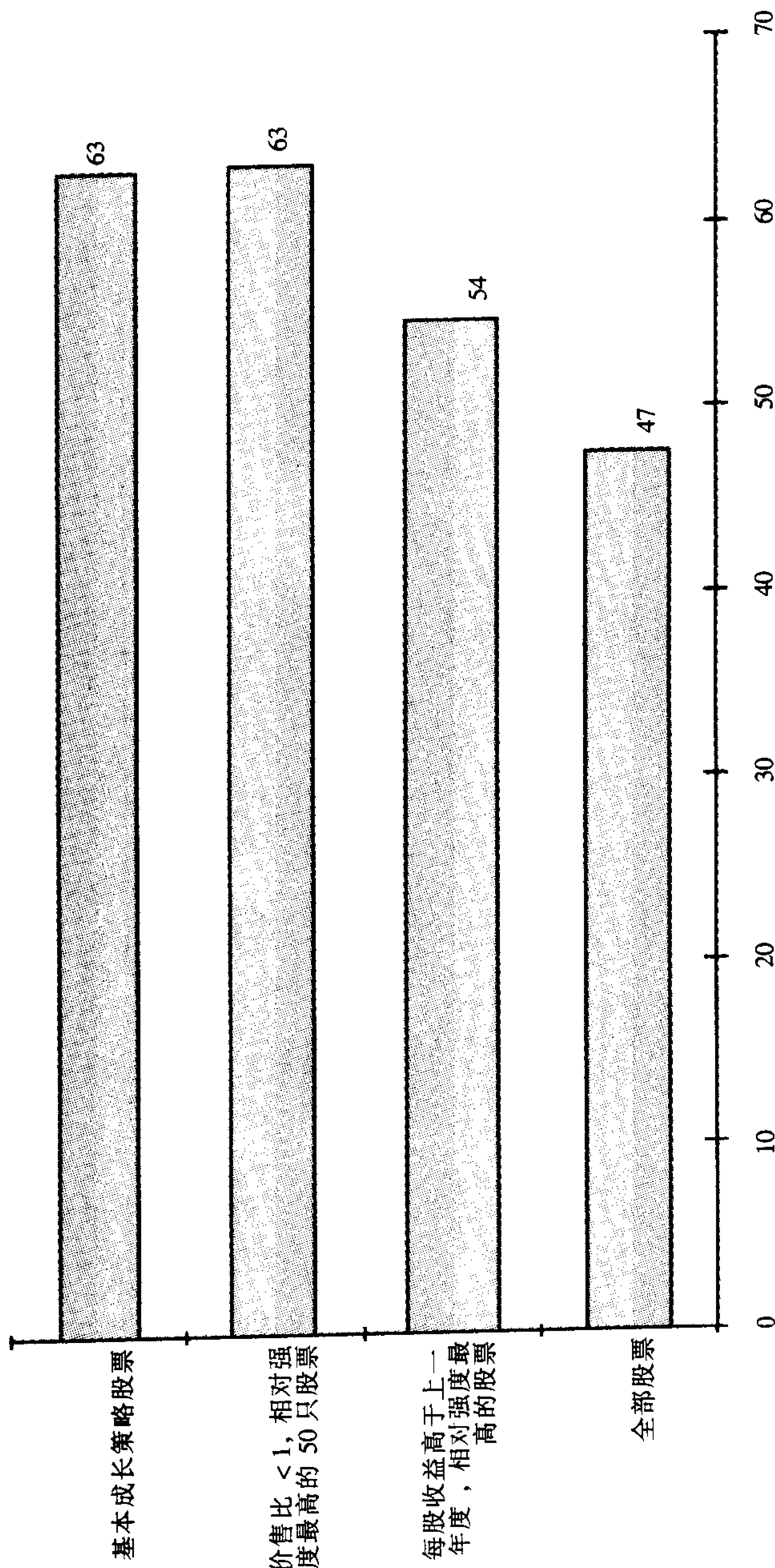


图 19-2 夏普风险调整指数对比，1952年~1996年（指数越高越好）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在“大盘股票”中成长策略的有效性有所降低

这里我们将不会花太多时间来研究成长策略在“大盘股票”中的表现，因为在采取这一策略时，用“全部股票”作为选择对象的效果要好得多。图 19－3 中显示了在 1952 年 12 月 31 日投资10 000美元于“大盘股票”样本组（注意不是“全部股票”），到 1996 年的价值。而图 19－4 则显示了夏普比率的情况。这一策略轻而易举地超过了“大盘股票”本身，但是在购买成长性股票时，将投资范围仅限于大公司是没有必要的。与基本价值策略中的“龙头股票”不同，许多成长性的股票经营历史较短，规模也较小，因此并不属于“大盘股票”样本组。虽然这些“小盘股票”的风险较高，但将策略分别运用于“全部股票”和“大盘股票”的差别表明，“小盘股票”的收益足以弥补其带来的风险。

对投资者的启示

如果能忍受较高风险的话，你可以用类似基本成长之类的策略来超过大市（参看图 19－5）。需要指出的是，我们的最佳成长策略中包括低价售比的要求，而这在传统上是一个价值因素。购买成长性股票的最佳时机是在它们的股价较低的时候，而不是大众投资者都鼓噪着要买的时候。这一策略绝不会在市盈率达到 165 的时候购买 Netscape，Cybercash 或者 Polaroid 之类的热门股票。这就是该策略表现得如此之好的原因。在市场刚刚认识到低估了某些公司价值的时候，它就促使你去买入这些股票。这也是使用相对强度作为最终决定因素的好处。它让你在市场刚要重视这些股票的时候买入，而价售比的限制则保证了它们还处于合理的价位。事实上，本书中的例子全都表明，*所有*最为成功的策略中都包含了一个以上的价值因素，这能使你不会为某只股票付出过高的价钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

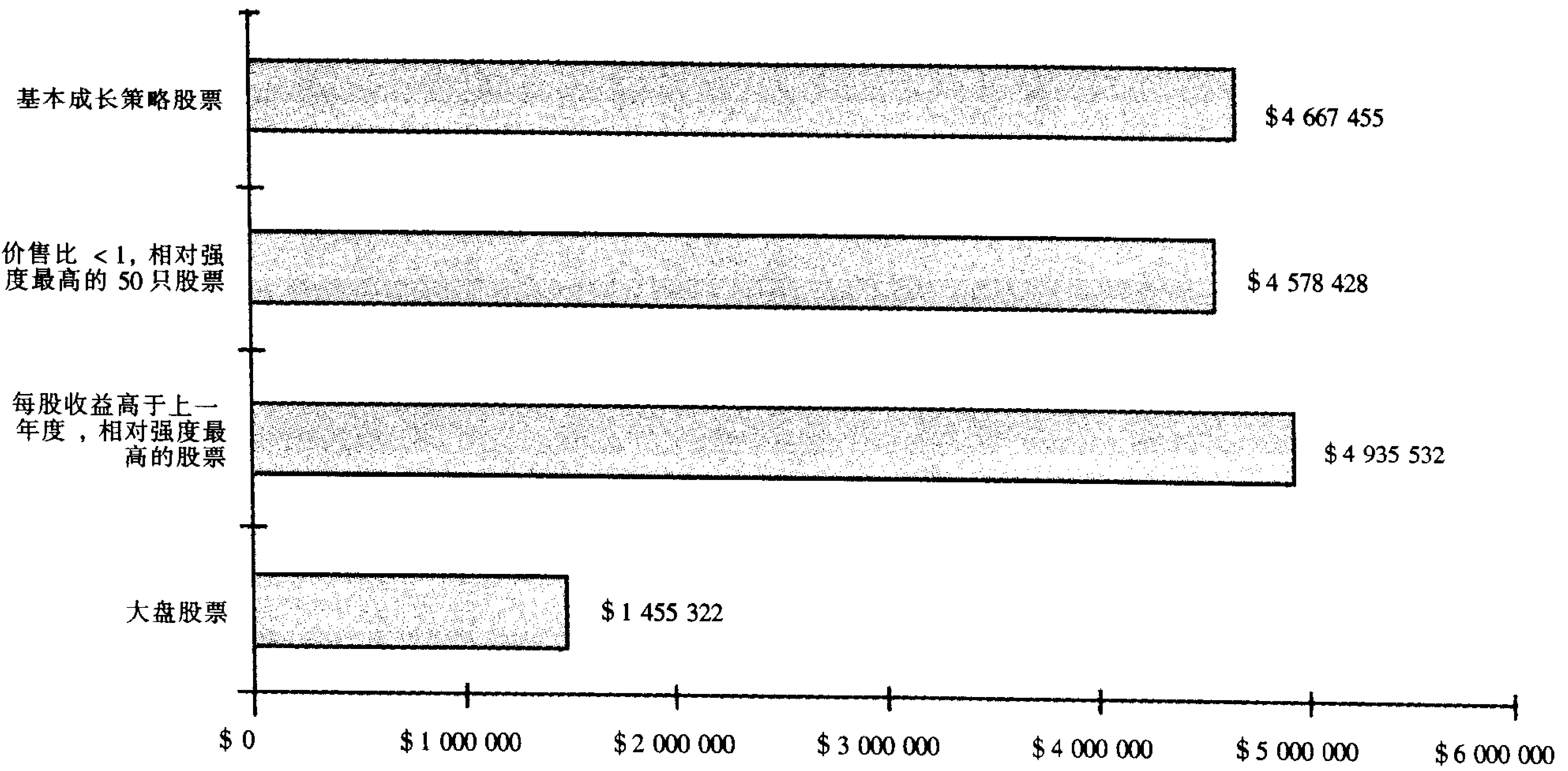


图 19－3 1952 年 12 月 31 日投资 10 000 美元，并且每年重新进行调整，至 1996 年 12 月 31 日的总值策略仅限于“大盘股票”样本组

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

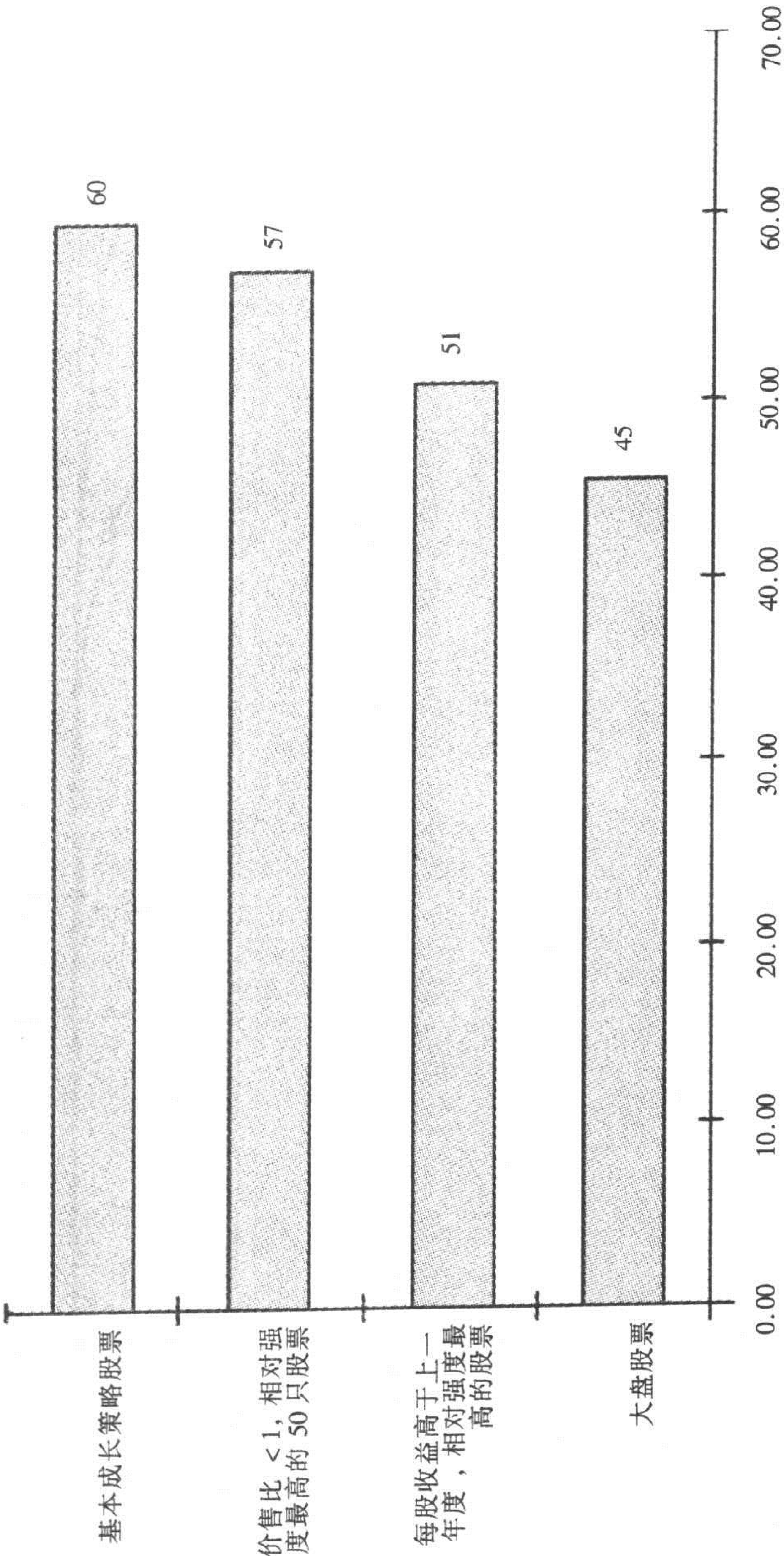


图 19-4 投资于"大盘股票"各种策略的夏普风险调整指数对比，1952 年 ~ 1996 年（指数越高越好）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

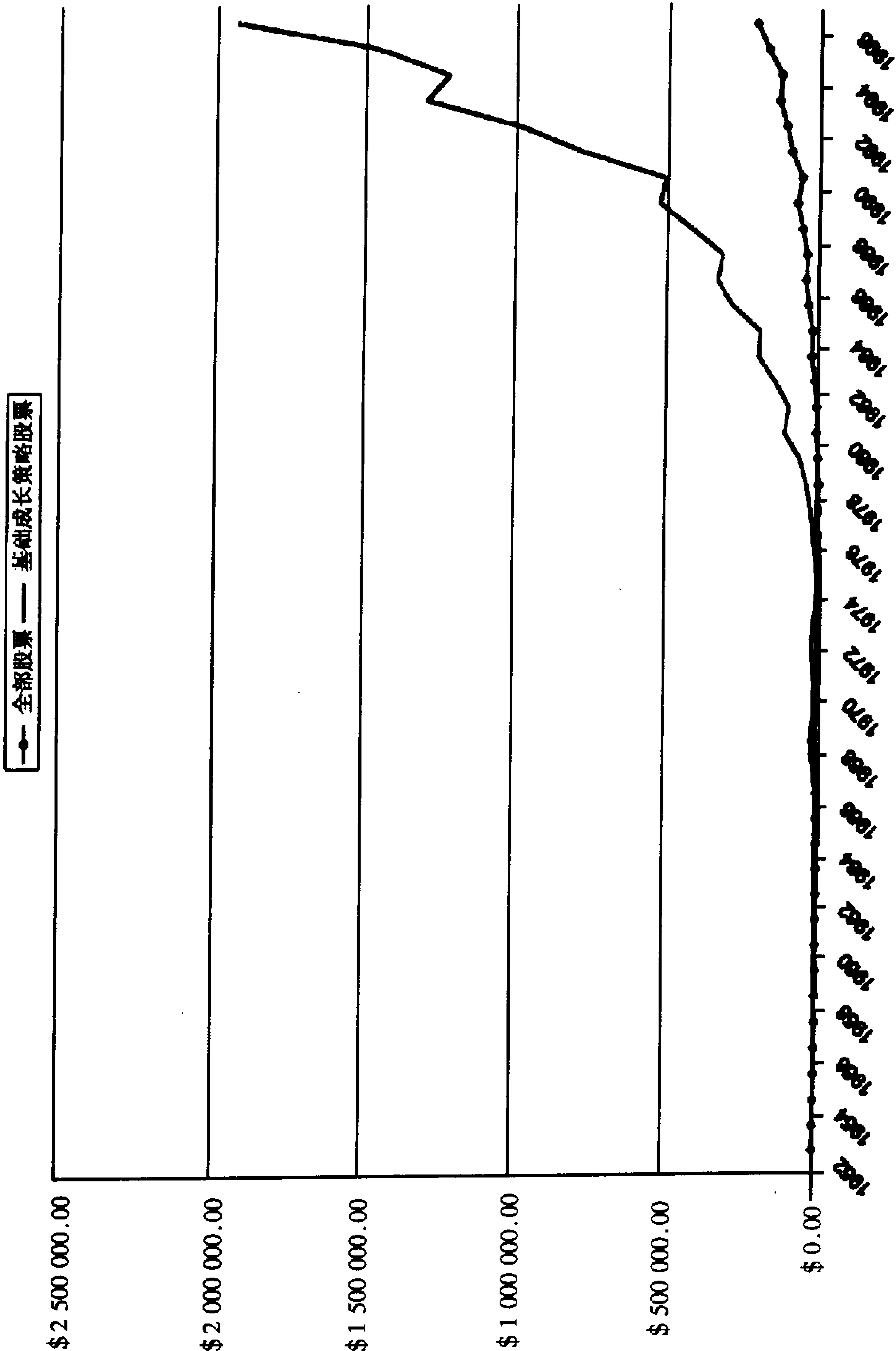


图 19－5　基本成长策略和“全部股票”的收益对比，1952年～1996年，1952年底＝10 000美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Uniting Strategies for the Best Risk-Adjusted Performance

20

将策略组合起来运用以达到经风险调整后的最佳表现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们从历史中所学到的教训就是我们没有学习历史。

——*本杰明·迪斯雷利*

到目前为止，我们只研究了单一投资风格或投资策略的结果。但是，使投资组合分散化从而提高风险调整收益的最为有效的方法却是，将侧重成长的策略和侧重价值的策略组合起来使用。将这两种策略结合起来，能大大降低成长策略的不稳定性，同时又能大大提高相对稳定的价值策略的资本增值潜力。这样还能保证投资组合充分地分散化，不论华尔街上流行什么样的投资风格，你都有机会表现得很好。

让我们看看将两种基本投资策略（侧重成长和侧重价值的策略）组合起来使用的收益情况。我们从 1952 年 12 月 31 日开始，将10 000美元分别投资于基本的成长策略和基本的价值策略，每种5 000美元。我们将每年对证券组合重新调整一次，使其总是保持成长策略和价值策略之间 50－50 的比例。当然，快要退休的投资者会将较少的钱用于成长投资，而更年轻的投资者这方面的投资额会多一些，但 50－50 的比例是一个较为合适的研究对象。

检验结果

组合策略的证券投资收益率几乎是“全部股票”的 5 倍。表 20－1 和表 20－2 比较了这二者的结果。1952 年 12 月 31 日将10 000美元投资于基本成长策略和基本价值策略的组合，到 1996 年底就增至11 817 256美元，年复合收益率为 17.44%（同期投资于“全部股票”的10 000美元增至2 481 517美元，年复合收益率为 13.35%）。令人震惊的是，组合的证券投资在做到这一点的同时，其风险几乎与“全部股票”相同！组合策略的标准差为 19.99%，仅比“全部股票”的19.70%高出微不足道的 0.29 个百分点。考虑到其夏普指数为到目前为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

止最高的68，这种表现是极不寻常的。

将两种策略组合起来使用的方法为我们提供了在任一指定年份超过大市的最佳机会。表20-3中列出了各项基本比率。在我们检验的44年中，有35年组合策略的表现超过了“全部股票”，亦即其中的80%。从长期来看，将策略组合起来运用也获得了巨大的成功，在40个五年滚动期中，有34期组合策略超过了“全部股票”，而在十年滚动期的检验中则是100%地超出。

在任一年份中组合策略都表现得如此之好，是因为当某一基本策略表现不佳时，另一策略的表现往往会好很多。以1967年为例，这是充满泡沫的一年，投机的一年。假如你按照侧重价值的策略仅仅投资于“龙头股票”，那么只能得到23.7%的年收益。这一收益率超过了“大盘股票”的21.3%，但却仅及“全部股票”收益率41.1%的一半。与此同时，基本的成长型股票却暴涨了83.3%，如果在投资中加入这一部分的话，你的总体收益将增至53.5%，比“全部股票”和“大盘股票”都要高。而同时你的证券组合中有一半安全地投资于居市场领先地位、作风较为保守的大型公司中，还可分得高额的红利。

相反，当成长型股票损失惨重时，按基本价值策略选择的保守型的高收益股票却可以对证券组合的表现进行缓冲。在1973年至1975年的大熊市中，基本的成长策略确实表现不佳，但按基本价值策略选择的“龙头股票”就要好得多。将你的钱分别按这两种策略投资，就能使你在这两年股市崩盘时表现得比“大盘股票”或“全部股票”都要好。

表20-1 年收益率对比*

年度（截止以下日期的一年）	“全部股票”	基本价值策略	基本成长策略	组合策略
1953年12月31日	2.90%	1.20%	0.40%	0.80%
1954年12月31日	47.00%	52.50%	56.70%	54.60%
1955年12月31日	20.70%	28.10%	30.40%	29.25%
1956年12月31日	17.00%	14.80%	18.00%	16.40%
1957年12月31日	-7.10%	-13.50%	-17.90%	-15.70%
1958年12月31日	55.00%	44.90%	52.80%	48.85%
1959年12月31日	23.00%	9.60%	24.10%	16.85%
1960年12月31日	6.10%	-0.03%	12.60%	6.29%
1961年12月31日	31.20%	24.40%	51.10%	37.75%

* 组合策略：按每一种策略投资50%每年重新进行调整。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	“全部股票”	基本价值策略	基本成长策略	组合策略
1962年12月31日	−12.00%	−2.60%	−17.20%	−9.90%
1963年12月31日	18.00%	18.80%	20.80%	19.80%
1964年12月31日	16.30%	20.30%	30.00%	25.15%
1965年12月31日	22.60%	17.60%	44.10%	30.85%
1966年12月31日	−5.20%	−10.20%	−0.10%	−5.15%
1967年12月31日	41.10%	23.70%	83.30%	53.50%
1968年12月31日	27.40%	26.50%	50.50%	38.50%
1969年12月31日	−18.50%	−15.00%	−28.10%	−21.55%
1970年12月31日	−5.80%	11.30%	−2.60%	4.35%
1971年12月31日	21.30%	15.80%	32.10%	23.95%
1972年12月31日	11.00%	14.00%	19.70%	16.85%
1973年12月31日	−27.20%	−5.90%	−27.50%	−16.70%
1974年12月31日	−27.90%	−12.30%	−29.10%	−20.75%
1975年12月31日	55.90%	58.20%	37.60%	47.90%
1976年12月31日	35.60%	39.20%	32.50%	35.85%
1977年12月31日	6.90%	3.30%	26.40%	14.85%
1978年12月31日	12.20%	3.30%	38.30%	20.80%
1979年12月31日	34.30%	25.60%	38.70%	32.15%
1980年12月31日	31.50%	20.30%	62.70%	41.50%
1981年12月31日	1.70%	12.80%	−9.00%	1.90%
1982年12月31日	22.50%	19.60%	37.10%	28.35%
1983年12月31日	28.10%	38.60%	32.70%	35.65%
1984年12月31日	−3.40%	4.70%	−2.00%	1.35%
1985年12月31日	30.80%	35.00%	42.50%	38.75%
1986年12月31日	13.10%	20.60%	17.70%	19.15%
1987年12月31日	−1.30%	11.60%	−5.40%	3.10%
1988年12月31日	21.20%	26.50%	29.70%	28.10%
1989年12月31日	21.40%	37.60%	23.80%	30.70%
1990年12月31日	−13.80%	−7.00%	−3.30%	−5.15%
1991年12月31日	39.80%	36.90%	51.40%	44.15%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	"全部股票"	基本价值策略	基本成长策略	组合策略
1992年12月31日	13.80%	11.60%	25.50%	18.55%
1993年12月31日	16.60%	20.40%	30.30%	25.35%
1994年12月31日	-3.40%	4.80%	-5.30%	-0.25%
1995年12月31日	27.00%	26.70%	18.20%	22.45%
1996年12月31日	18.30%	21.90%	31.52%	26.71%
算术平均数	15.13%	16.73%	21.72%	19.23%
标准差	19.70%	17.14%	25.59%	19.99%

表 20-2　　　　收益情况概述*

	"全部股票"	基本价值策略	基本成长策略	组合策略
算术平均数	15.13%	16.73%	21.72%	19.23%
收益标准差	19.70%	17.14%	25.59%	19.99%
夏普风险调整指数	47	64	63	68
3年期复合收益率	13.22%	17.41%	13.76%	15.67%
5年期复合收益率	14.00%	16.81%	19.21%	18.12%
10年期复合收益率	12.92%	18.32%	18.27%	18.43%
15年期复合收益率	14.44%	19.89%	20.31%	20.22%
20年期复合收益率	14.97%	18.05%	22.45%	20.53%
25年期复合收益率	12.74%	17.58%	18.13%	18.17%
30年期复合收益率	12.43%	16.52%	18.54%	17.91%
35年期复合收益率	11.64%	15.26%	17.79%	16.88%
40年期复合收益率	12.62%	14.76%	18.25%	16.83%
年度复合收益率	13.35%	15.47%	18.82%	17.44%
10 000美元增值为	$2 481 517	$5 595 680	$19 748 214	$11 817 256
最高年度收益	55.90%	58.20%	83.30%	54.60%
最低年度收益	-27.90%	-15.00%	-29.10%	-21.55%
最高年度预期收益**	54.53%	51.01%	72.90%	59.21%
最低年度预期收益***	-24.27%	-17.55%	-29.46%	-20.75%

* 组合策略：按每一种策略分别占投资组合总额50%形成的（每年重新进行调整）；时间：1952年12月31日～1996年12月31日。

** 最高年度预期收益为平均收益率加2个收益标准差。

*** 最低年度预期收益为平均收益率减2个收益标准差。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 20－3 “全部股票”及基本成长与基本价值组合策略股票的基本比例

项　　目	组合基本策略超过“全部股票”的时期数	比　　例
年度收益率	44 期中的 35 期	80.00%
五年滚动期复合收益率	40 期中的 34 期	85.00%
十年滚动期复合收益率	35 期中的 35 期	100.00%

* 时间：1952 年～1996 年。

组合策略也超过了“大盘股票”

我们在第一次对比中使用了“全部股票”，因为它长期的表现要比“大盘股票”好。因此毫不奇怪，组合策略也轻而易举地超过了“大盘股票”。在表 20－4 和表 20－5 中对组合策略和“大盘股票”作了比较。在所有的例子中，组合证券投资的表现都远远超过了“大盘股票”。表 20－6 中列出了基本比率，在 44 个一年期中，有 36 期成长与价值组合策略超过了“大盘股票”，而在五年滚动期和十年滚动期中则是 100%地超过。

对投资者的启示

表 20－7 按年代对组合基本策略、“全部股票”和“大盘股票”的收益进行了对比，表 20－8 和表 20－9 则列出了与“全部股票”在五年滚动期和十年滚动期中的对比。这一组合策略的表现确实令人印象深刻。将成长与价值策略组合起来是将证券投资分散化，并提高风险调整收益的最佳方法。对于风险承受能力一般的年轻投资者来讲，50－50 的比例是最合适的。但快到退休时，你应当降低投入成长策略的投资额，同时提高按基本价值策略选择的较保守股票的比例。除了马上就要退休的投资者之外，***所有的***投资者都能从投资的分散化中得到好处。即使是最具进取心的年轻投资者也应当将一部分钱按基本价值策略投资，因为不可避免的会有一些时期，“大盘股票”的表现将超过按基本成长策略选择的小盘股，这时按价值策略选择的股票就能起到支撑作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分散化投资风格中最重要的一点就是，能在降低风险水平的同时提高收益。华尔街的投资家常常开玩笑说，你应按照是否吃得好或者是否睡得好来决定如何投资。将你的证券组合分别投在成长策略和价值策略上能让你既吃好又睡好，因为这能在相近的风险水平上提供高得多的绝对收益。

表 20-4 年收益对比*

年度（截止以下日期的一年）	"大盘股票"	基本价值策略	基本成长策略	组合策略
1953年12月31日	2.30%	1.20%	0.40%	0.80%
1954年12月31日	44.90%	52.50%	56.70%	54.60%
1955年12月31日	21.20%	28.10%	30.40%	29.25%
1956年12月31日	9.60%	14.80%	18.00%	16.40%
1957年12月31日	-6.90%	-13.50%	-17.90%	-15.70%
1958年12月31日	42.10%	44.90%	52.80%	48.95%
1959年12月31日	9.90%	9.60%	24.10%	16.85%
1960年12月31日	4.80%	-0.03%	12.60%	6.29%
1961年12月31日	27.50%	24.40%	51.10%	37.75%
1962年12月31日	-8.90%	-2.60%	-17.20%	-9.90%
1963年12月31日	19.50%	18.80%	20.80%	19.80%
1964年12月31日	15.30%	20.30%	30.00%	25.15%
1965年12月31日	16.20%	17.60%	44.10%	30.85%
1966年12月31日	-4.90%	-10.20%	-0.10%	-5.15%
1967年12月31日	21.30%	23.70%	83.30%	53.50%
1968年12月31日	16.80%	26.50%	50.50%	38.50%
1969年12月31日	-9.90%	-15.00%	-28.10%	-21.55%
1970年12月31日	-0.20%	11.30%	-2.60%	4.35%
1971年12月31日	17.30%	15.80%	32.10%	23.95%
1972年12月31日	14.90%	14.00%	19.70%	16.85%
1973年12月31日	-18.90%	-5.90%	-27.50%	-16.70%
1974年12月31日	-26.70%	-12.30%	-29.10%	-20.70%
1975年12月31日	43.10%	58.20%	37.60%	47.90%
1976年12月31日	28.00%	39.20%	32.50%	35.85%
1977年12月31日	-2.50%	3.30%	26.40%	14.85%
1978年12月31日	8.10%	3.30%	38.30%	20.80%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度（截止以下日期的一年）	“大盘股票”	基本价值策略	基本成长策略	组合策略
1979年12月31日	27.30%	25.60%	38.70%	32.15%
1980年12月31日	30.80%	20.30%	62.70%	41.50%
1981年12月31日	0.60%	12.80%	-9.00%	1.90%
1982年12月31日	19.90%	19.60%	37.10%	28.35%
1983年12月31日	23.80%	38.60%	32.70%	35.65%
1984年12月31日	-0.40%	4.70%	-2.00%	1.35%
1985年12月31日	19.50%	35.00%	42.50%	38.75%
1986年12月31日	32.20%	20.69%	17.70%	19.15%
1987年12月31日	3.30%	11.60%	-5.40%	3.10%
1988年12月31日	19.00%	26.50%	29.70%	28.10%
1989年12月31日	26.00%	37.60%	23.80%	30.70%
1990年12月31日	-8.70%	-7.00%	-3.30%	-5.15%
1991年12月31日	33.00%	36.90%	51.40%	44.15%
1992年12月31日	8.70%	11.60%	25.50%	18.55%
1993年12月31日	16.30%	20.40%	30.30%	25.35%
1994年12月31日	-1.90%	4.80%	-5.30%	-0.25%
1995年12月31日	28.50%	26.70%	18.20%	22.45%
1996年12月31日	18.70%	21.90%	31.52%	26.71%
算术平均数	13.19%	16.73%	21.72%	19.23%
标准差	16.18%	17.14%	25.59%	19.99%

* 组合策略：按每一种策略投资50%（每年进行重新调整）。

表20-5 收益情况概述*

	“大盘股票”	基本价值策略	基本成长策略	组合策略
算术平均数	13.19%	16.73%	21.72%	19.23%
收益标准差	16.18%	17.14%	25.59%	19.99%
夏普风险调整指数	45	64	63	68
3年期复合收益率	14.38%	17.41%	13.76%	15.67%
5年期复合收益率	13.60%	16.81%	19.21%	18.12%
10年期复合收益率	13.53%	18.32%	18.27%	18.43%
15年期复合收益率	15.16%	19.89%	20.31%	20.22%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	“大盘股票”	基本价值策略	基本成长策略	组合策略
20 年期复合收益率	14.37%	18.05%	22.45%	30.53%
25 年期复合收益率	12.34%	17.58%	18.13%	18.17%
30 年期复合收益率	11.67%	16.52%	18.54%	17.91%
35 年期复合收益率	10.96%	15.26%	17.79%	16.88%
40 年期复合收益率	11.36%	14.76%	18.25%	16.83%
年度复合收益率	11.98%	15.47%	18.82%	17.44%
10 000 美元增值为	$ 1 455 322	$ 5 595 680	$ 19 748 214	$ 11 817 256
最高年度收益	44.90%	58.20%	83.30%	54.60%
最低年度收益	−26.70%	−15.00%	−29.10%	−21.55%
最高年度预期收益**	45.55%	51.01%	72.90%	59.21%
最低年度预期收益***	−19.17%	−17.55%	−29.46%	−20.75%

* 组合策略：按每一种策略分别占投资组合总额 50% 形成的（每年重新进行调整）；时间：1952 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。

** 最高年度预期收益为平均收益率加 2 个收益标准差。

*** 最低年度预期收益为平均收益率减 2 个收益标准差。

表 20-6　“全部股票”及基本成长与基本价值组合策略股票的基本比例*

项　　目	组合基本策略超过“大盘股票”的时期数	比　　例
年度收益率	44 期中的 36 期	82.00%
五年滚动期复合收益率	40 期中的 40 期	100.00%
十年滚动期复合收益率	35 期中的 35 期	100.00%

* 时间：1952 年～1996 年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 20－7 各十年期的复合年度收益率

证券组合	50 年代*	60 年代	70 年代	80 年代	90 年代**
“大盘股票”	14.92%	8.99%	6.99%	16.89%	12.61%
基本成长与基本价值组合策略	17.58%	15.14%	13.91%	21.93%	17.78%
“全部股票”	19.00%	11.09%	8.53%	15.85%	12.78%

* 1953～1959 年间的收益率。

** 1990～1996 年间的收益率。

表 20－8 五年滚动期收益率的对比

五年滚动期（截止以下日期的五年）	“全部股票”	组合基本策略	差　异
1959 年 12 月 31 日	20.12%	17.14%	－2.98%
1960 年 12 月 31 日	17.07%	12.65%	－4.42%
1961 年 12 月 31 日	19.78%	16.51%	－3.27%
1962 年 12 月 31 日	18.49%	18.07%	－0.42%
1963 年 12 月 31 日	12.20%	13.05%	0.85%
1964 年 12 月 31 日	10.95%	14.61%	3.67%
1965 年 12 月 31 日	14.20%	19.48%	5.28%
1966 年 12 月 31 日	7.02%	10.89%	3.87%
1967 年 12 月 31 日	17.61%	23.36%	5.74%
1968 年 12 月 31 日	19.43%	26.99%	7.56%
1969 年 12 月 31 日	11.23%	15.66%	4.43%
1970 年 12 月 31 日	5.52%	10.54%	5.02%
1971 年 12 月 31 日	10.85%	16.62%	5.77%
1972 年 12 月 31 日	5.66%	10.43%	4.77%
1973 年 12 月 31 日	－5.53%	－0.25%	5.28%
1974 年 12 月 31 日	－7.81%	－0.03%	7.78%
1975 年 12 月 31 日	1.96%	7.19%	5.23%
1976 年 12 月 31 日	4.26%	9.17%	4.92%
1977 年 12 月 31 日	3.47%	8.80%	5.32%
1978 年 12 月 31 日	12.82%	17.19%	4.37%
1979 年 12 月 31 日	27.77%	29.80%	2.02%
1980 年 12 月 31 日	23.49%	28.65%	5.16%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

五年滚动期（截止以下日期的五年）	"全部股票"	组合基本策略	差　异
1981年12月31日	16.59%	21.46%	4.87%
1982年12月31日	19.81%	24.19%	4.38%
1983年12月31日	23.03%	27.11%	4.08%
1984年12月31日	15.18%	20.54%	5.35%
1985年12月31日	15.06%	20.06%	5.00%
1986年12月31日	17.53%	23.88%	6.35%
1987年12月31日	12.56%	18.57%	6.01%
1988年12月31日	11.32%	17.22%	5.90%
1989年12月31日	16.53%	23.33%	6.81%
1990年12月31日	7.20%	14.30%	7.10%
1991年12月31日	11.84%	18.74%	6.89%
1992年12月31日	15.07%	22.10%	7.03%
1993年12月31日	14.19%	21.57%	7.38%
1994年12月31日	9.09%	15.17%	6.09%
1995年12月31日	17.88%	21.21%	3.34%
1996年12月31日	14.00%	18.12%	4.12%
算术平均数	12.83%	17.21%	4.39%

表 20-9　十年滚动期收益率的对比

十年滚动期（截止以下日期的十年）	"全部股票"	组合基本策略	差　异
1964年12月31日	15.44%	15.87%	0.43%
1965年12月31日	15.63%	16.01%	0.39%
1966年12月31日	13.22%	13.66%	0.45%
1967年12月31日	18.05%	20.68%	2.63%
1968年12月31日	15.76%	19.82%	4.06%
1969年12月31日	11.09%	15.14%	4.05%
1970年12月31日	9.78%	14.93%	5.15%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

十年滚动期（截止以下日期的十年）	“全部股票”	组合基本策略	差　　异
1971 年 12 月 31 日	8.92%	13.72%	4.80%
1972 年 12 月 31 日	11.48%	16.71%	5.24%
1973 年 12 月 31 日	6.22%	12.55%	6.33%
1974 年 12 月 31 日	1.26%	7.53%	6.27%
1975 年 12 月 31 日	3.72%	8.85%	5.13%
1976 年 12 月 31 日	7.50%	12.84%	5.33%
1977 年 12 月 31 日	4.56%	9.61%	5.05%
1978 年 12 月 31 日	3.24%	8.12%	4.88%
1979 年 12 月 31 日	8.53%	13.91%	5.38%
1980 年 12 月 31 日	12.21%	17.43%	5.22%
1981 年 12 月 31 日	10.25%	15.15%	4.90%
1982 年 12 月 31 日	11.34%	16.24%	4.90%
1983 年 12 月 31 日	17.82%	22.05%	4.23%
1984 年 12 月 31 日	21.31%	25.08%	3.77%
1985 年 12 月 31 日	19.20%	24.28%	5.08%
1986 年 12 月 31 日	17.06%	22.66%	5.61%
1987 年 12 月 31 日	16.13%	21.35%	5.22%
1988 年 12 月 31 日	17.03%	22.06%	5.03%
1989 年 12 月 31 日	15.85%	21.93%	6.07%
1990 年 12 月 31 日	11.06%	17.15%	6.09%
1991 年 12 月 31 日	14.65%	21.28%	6.63%
1992 年 12 月 31 日	13.81%	20.32%	6.51%
1993 年 12 月 31 日	12.74%	19.37%	6.63%
1994 年 12 月 31 日	12.74%	19.18%	6.44%
1995 年 12 月 31 日	12.41%	17.70%	5.29%
1996 年 12 月 31 日	12.92%	18.43%	5.51%
算术平均数	12.21%	17.02%	4.81%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

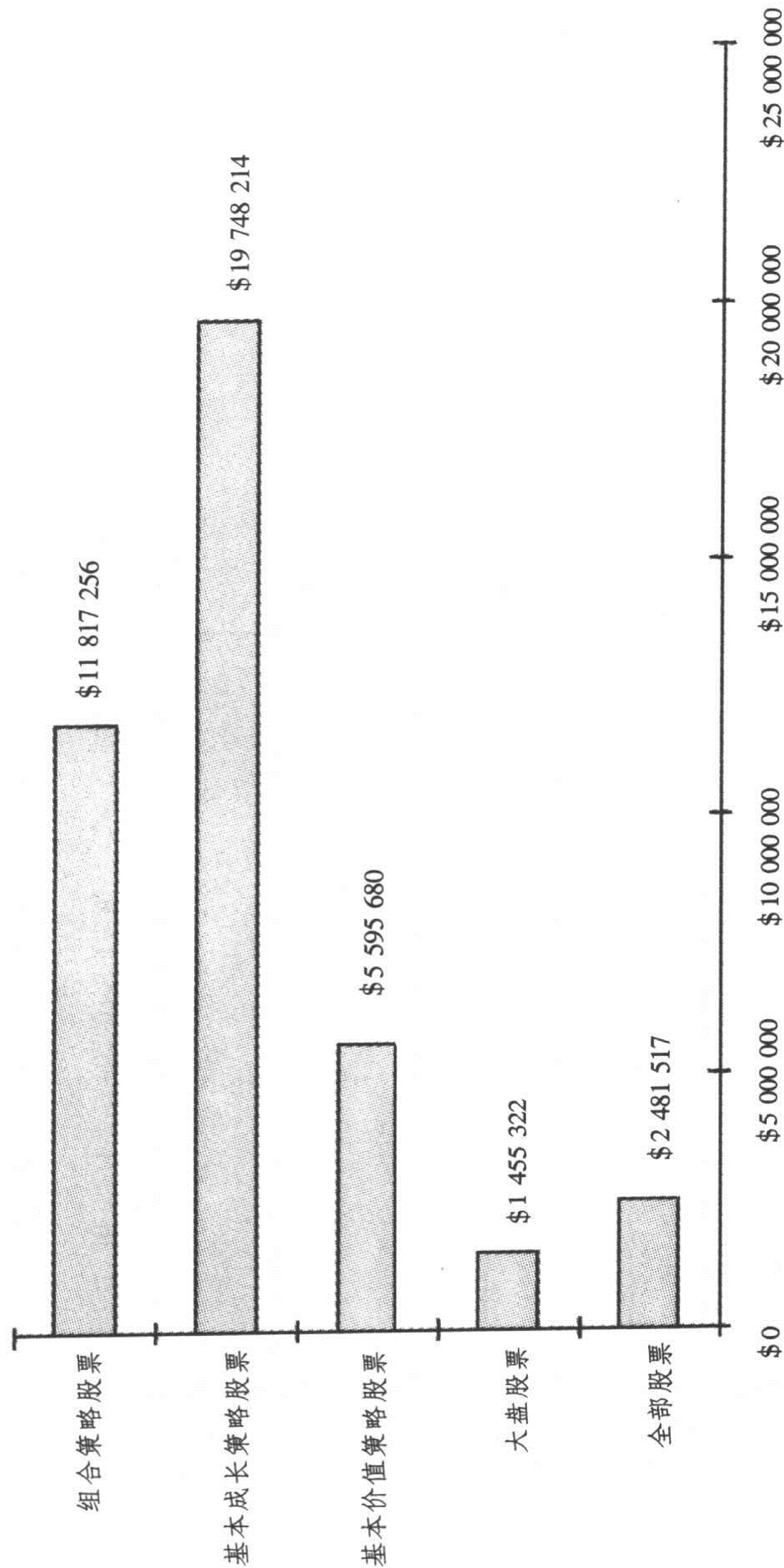


图 20－1 1952年12月31日投资10 000美元，至1996年12月31日的总值



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

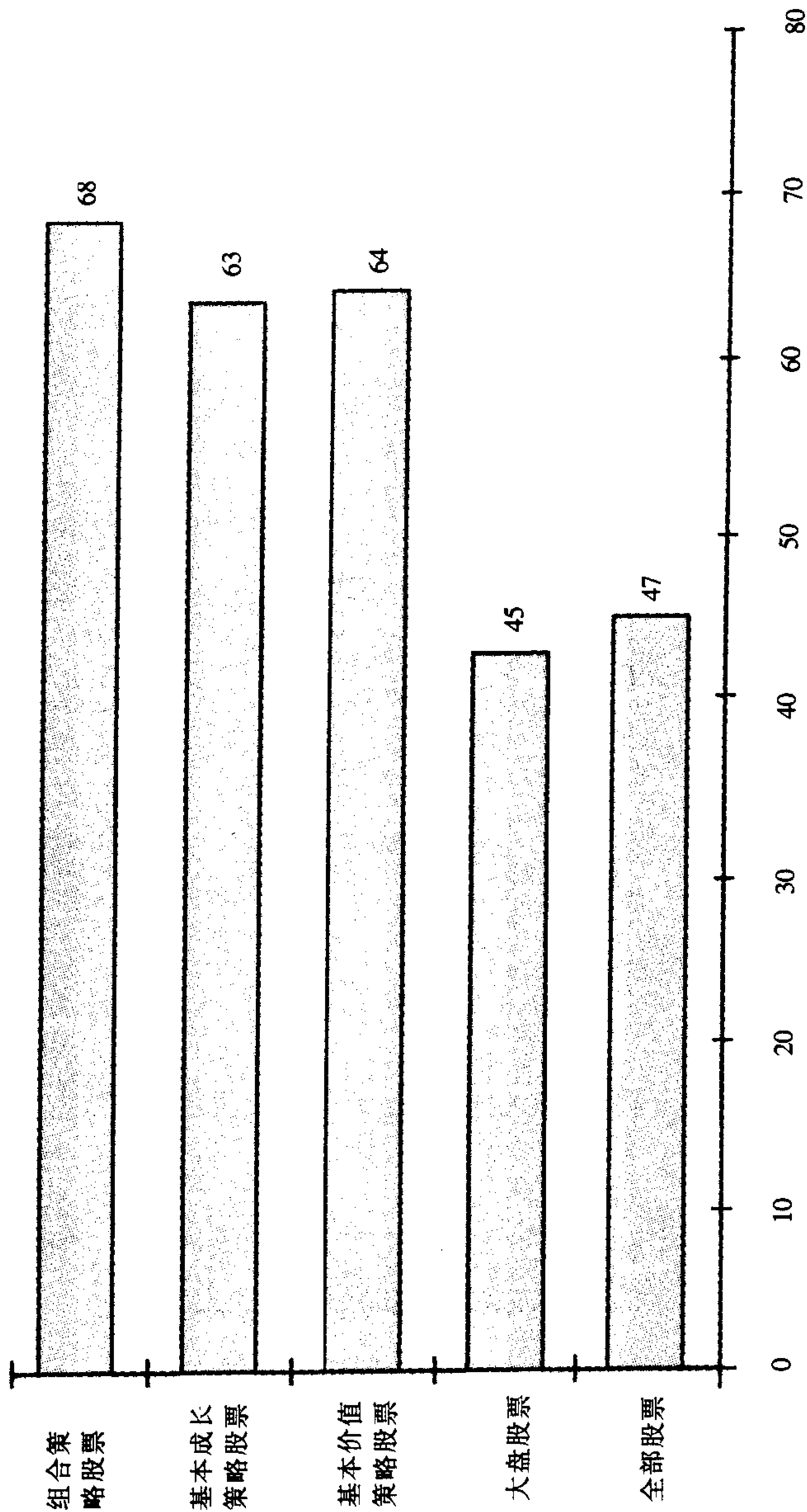


图 20－2　夏普风险调整指数对比，1952年～1996年（指数越高越好）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Ranking the Strategies

21

投资策略的排名

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我不知道除了研究过去之外还有什么别的方法可以判断未来。

——帕特里克·亨利

现在到了对所有策略进行排序的时候，我们的比较基于绝对收益和风险调整收益。这些策略中有几种是以五年为一期来计算的，因此为简单起见，我们将比较 1954 年 12 月 31 日以后的收益（由于少了 3 年，因此有些数字会与前几章不同）。同时，我们也只给出了各种策略的排名，而没有列出各价值指标的百分比平均分组。最终顺序可能有少许不同，但其意义却是相同的。

检验结果

这 42 年的数据表明，市场的表现的确有规律可循，而不是呈随机行走状态。股票市场一直以来都给了某些策略以高额回报，同时也一直在惩罚另一些策略。在我们所列出的表中，靠近顶端或底端的策略均有一些很明显的特性。比如，表现最好的五种策略中都包含了相对强度的标准。而表现最差的五种策略中，除了一种之外都购买了被投资者炒至无法维持的高位的股票，这些股票都有着天文数字般的市盈率、市账比、价售比和价现比。一般来讲，这说明投资者的期望非常高、历史表明，这种期望常常以破灭告终，而有些投资者会购买相对强度较高、价位合理的股票，他们的情况则要好得多。

所有最佳策略的风险均大于整体市场，但也有一些策略的风险仅稍高于大市，而表现却要*好得多*。实际上，大多数*最差*策略的风险要比最佳策略大。这一结果表明，证券组合的高收益并不总是与高风险联系在一起。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

绝对收益对比

表21－1按绝对收益对各种策略进行了排序，图21－1和图21－2则列出了表现最好的五种和表现最差的五种。在所有策略中，表现最好的是低价售比、高相对强度策略和基本成长策略，后者主要购买收益稳定、价售比较低、相对强度较高的股票。价售比低、相对强度高的策略使得1954年投资的10 000美元增值至12 999 698美元，而基本成长策略的表现与之几乎完全相同，使1954年12月31日的10 000美元增至1996年底的12 552 352美元，复合收益率达18.52%。需要再次指出的是，前五位的策略中均包括了相对价格强度最高的股票。表现最好的前十种策略均包括了相对强度这一标准，这正应了那句谚语“不要逆市而行”。

“逆市而行”会导致表现最差的策略，其购买的是“全部股票”中年度价格表现最差的50只股票。假如1954年12月31日在这些股票上投资10 000美元，并每年进行调整的话，到1996年底这些股票仅值29 666美元，年收益率只有可怜的2.62%！留心市场的忠告吧，不要再买去年股价表现最差的股票了。

另外四个失败的投资策略购买了投资者抱有极大期望的股票，过高的期望将股价炒到了无法维持的高位。这反映在股票的各种高比率上。假如能采用别的策略（如基本成长策略）的话，就根本没有理由还去购买市盈率、市账比、价售比或者价现比最高的股票。这些股票被描绘得天花乱坠，而实际有上好表现的却微乎其微。购买这些股票的投资者常常把极少数表现好的股票挂在嘴边，而却忘了大多数都很糟糕。事实是令人痛苦的，但却很清楚：如果你总是习惯性地购买那些前景诱人，但各项比率都已非常高的股票，那么你的收益会比大市差很多。

在没有诱人前景的情况下，投资者都会关注基本比率。但自从有了网景公司（Netscape）的成功先例之后，许多投资者都放弃了理性的思考和细致的研究，认为这次一定非同寻常。然而事实却并非如此。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 21－1 所有策略的收益情况概述*

策　　略	10 000 美元增值为	复合收益率	标准差	夏普指数
"全部股票"中价售比<1，相对强度高的股票	$ 12 999 698	18.62%	25.54%	61
"全部股票"中收益率>5，相对强度高的股票	$ 12 570 451	18.52%	24.48%	61
"全部股票"中按基本成长策略选择的股票	$ 12 552 352	18.52%	25.41%	61
"全部股票"中市账比<1，相对强度高的股票	$ 10 258 105	17.95%	23.36%	60
组合基本策略	$ 7 583 097	17.10%	19.50%	66
"全部股票"中资本收益率>15，相对强度高的股票	$ 7 582 171	17.10%	26.59%	54
"全部股票"中每股收益高于去年，相对强度最高的股票	$ 6 890 629	16.84%	28.19%	52
"全部股票"中五年期每股收益变动高于平均数，利润率高于平均数，每股收益高于去年，相对强度最高的股票	$ 6 019 821	16.46%	22.23%	57
"全部股票"中股息率高于平均数，相对强度为正，价售比最低的股票	$ 5 753 941	16.34%	21.98%	52
"全部股票"中一年期每股收益变动>25%，相对强度高的股票	$ 5 578 081	16.25%	28.56%	49
"全部股票"中市账比<1.5，股息率高于平均数，市盈率小于平均数，价现比最低的股票	$ 4 624 623	15.73%	22.85%	52
"全部股票"中价售比低的股票	$ 4 311 223	15.54%	25.66%	49
市值在 2 500 万美元和 1 亿美元之间的股票	$ 4 176 424	15.45%	30.44%	44
"龙头股票"中价现比低的股票	$ 4 078 918	15.39%	19.00%	57
基本价值策略	$ 3 625 789	15.06%	16.47%	62
"大盘股票"中市盈率<20，相对强度高的股票	$ 3 581 736	15.03%	19.05%	54

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

策　　略	10 000 美元增值为	复合收益率	标准差	夏普指数
“全部股票”中市账比低的股票	$ 3 297 096	14.80%	25.17%	46
“大盘股票”中每股收益高于去年，相对强度高的股票	$ 3 191 986	14.72%	21.95%	48
“大盘股票”中按基本成长策略选择的股票	$ 3 189 965	14.71%	17.50%	58
“全部股票”中价现比低的股票	$ 3 076 821	14.61%	19.78%	51
“龙头股票”中市盈率低的股票	$ 3 017 323	14.56%	19.93%	50
“大盘股票”中价售比<1，相对强度高的股票	$ 2 968 702	14.52%	18.86%	54
“大盘股票”中市账比低的股票	$ 2 775 184	14.33%	19.40%	52
“大盘股票”中一年期相对强度高的股票	$ 2 717 072	14.28%	22.24%	47
“大盘股票”中一年期每股收益变动高于平均数，利润率高于平均数，每股收益高于去年，相对强度最高的股票	$ 2 639 136	14.20%	20.19%	47
“大盘股票”中价现比低的股票	$ 2 476 780	14.02%	24.97%	43
“全部股票”中一年期相对强度高的股票	$ 2 368 420	13.90%	29.91%	41
“全部股票”中利润率>20，相对强度最高的股票	$ 2 230 164	13.74%	23.02%	42
“大盘股票”中资本收益率>15，相对强度高的股票	$ 2 220 269	13.73%	21.94%	43
“大盘股票”中价售比低的股票	$ 2 175 915	13.67%	20.36%	47
“大盘股票”中市盈率低的股票	$ 2 122 212	13.61%	20.60%	44
市值在2亿5 000万美元和5亿美元之间的股票	$ 2 042 964	13.50%	20.92%	46
“小盘股票”	$ 2 022 787	13.48%	21.81%	44
市值在1亿美元和2亿5 000万美元之间的股票	$ 2 007 775	13.46%	24.37%	41

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

策　　略	10 000 美元增值为	复合收益率	标准差	夏普指数
“龙头股票”	$ 1 921 677	13.34%	16.59%	50
“大盘股票”中股息率高的股票	$ 1 732 216	13.06%	16.63%	50
“全部股票”	$ 1 640 531	12.91%	19.46%	44
“全部股票”中资本收益率高的股票	$ 1 417 424	12.52%	25.84%	37
市值在 5 亿美元和 10 亿美元之间的股票	$ 1 231 545	12.14%	18.72%	42
“全部股票”中市盈率低的股票	$ 1 198 019	12.07%	24.43%	34
“全部股票”中一年期每股收益增长慢的股票	$ 1 033 974	11.68%	23.42%	36
市值超过 10 亿美元的股票	$ 985 177	11.55%	15.77%	41
“大盘股票”	$ 981 782	11.54%	15.72%	41
标准普尔 500 指数	$ 971 901	11.51%	15.96%	39
“大盘股票”中一年期每股收益增长慢的股票	$ 889 735	11.28%	17.55%	40
“全部股票”中股息率高的股票	$ 840 162	11.13%	20.91%	34
“全部股票”中一年期每股收益增长最快的 50 种股票	$ 810 609	11.03%	26.33%	31
“大盘股票”中利润率高的股票	$ 716 131	10.90%	15.81%	36
“全部股票”中利润率高的股票	$ 691 852	10.61%	20.76%	31
“大盘股票”中资本收益率高的股票	$ 662 357	10.50%	18.86%	33
“大盘股票”中五年期每股收益增长快的股票	$ 613 441	10.30%	21.59%	28
“龙头股票”中市盈率高的股票	$ 599 558	10.24%	16.69%	34
“大盘股票”中市账比高的股票	$ 583 955	10.17%	23.06%	27
“全部股票”中五年期每股收益高的股票	$ 534 963	9.94%	26.57%	27
“大盘股票”中价现比高的股票	$ 488 983	9.70%	22.01%	28
“大盘股票”中价售比高的股票	$ 454 873	9.51%	20.99%	25
“大盘股票”中市盈率高的股票	$ 429 753	9.37%	20.38%	26

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

策　　略	10 000 美元增值为	复合收益率	标准差	夏普指数
“大盘股票”中一年期每股收益增长快的股票	$ 400 758	9.19%	18.83%	25
“全部股票”中市盈率高的股票	$ 368 197	8.97%	26.75%	23
“大盘股票”中一年期相对强度低的股票	$ 367 778	8.96%	19.98%	25
“全部股票”中市账比高的股票	$ 236 711	7.83%	28.79%	20
“全部股票”中价现比高的股票	$ 224 741	7.69%	27.98%	17
中期债券	$ 152 806	6.71%	6.70%	17
90 天期的国库券	$ 99 854	5.63%	2.71%	0
“全部股票”中价售比高的股票	$ 64 220	4.53%	27.79%	5
“全部股票”中一年期相对强度低的股票	$ 29 666	2.62%	26.33%	-1

* 按绝对收益大小排列；时间：1954 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。

风险分析

表 21-2 按照标准差对所有策略进行了排序，图 21-3 和图 21-4 则列示了风险最高和最低的五种策略。购买市值在 2500 万美元到 1 亿美元之间的小盘股票是风险最高的策略，其标准差高达 30. 44%。如此之高的风险令人无法接收，但我们可以加入其他的因素，使之大大降低。标准差最高的五种策略中有四种的绝对收益还不错。另外一种，即市账比高的股票，风险较高，收益也不理想，这无疑是雪上加霜。所有这些策略都不可取，因为风险实在是太高了。实际上，不应采取年标准差超过 26% 的策略，除非其市场表现非常之好，夏普指数远远超过“全部股票”的 44。除非其潜在收益比整个市场高很多，不然是不值得为高风险策略操心的。不论那些风险最高的策略的绝对收益有多高，都不应当把整个证券组合建立在这种策略上。你会承受不了恐慌的压力，尤其是在这一策略的表现最糟糕的时候。它只能带给你惨痛的教训，而且很可能使你投入在其他方面最接近的标准普尔 500 指数基金的怀抱。运用高风险策略的最佳方法是将其与低风险策略结合起来，将总体风险降低到可以接收的程度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

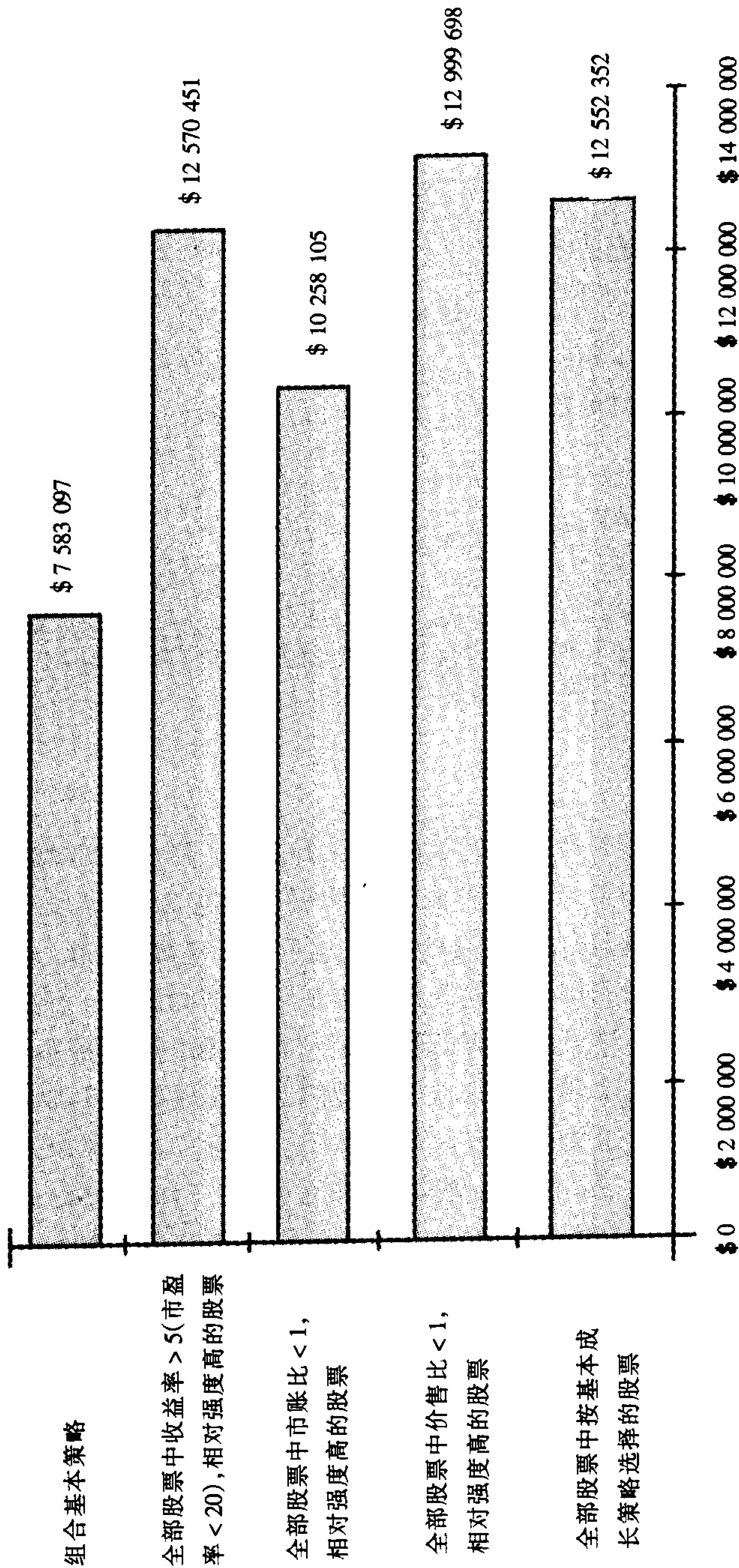


图 21－1 绝对收益最高的五种策略，1954 年～1996 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

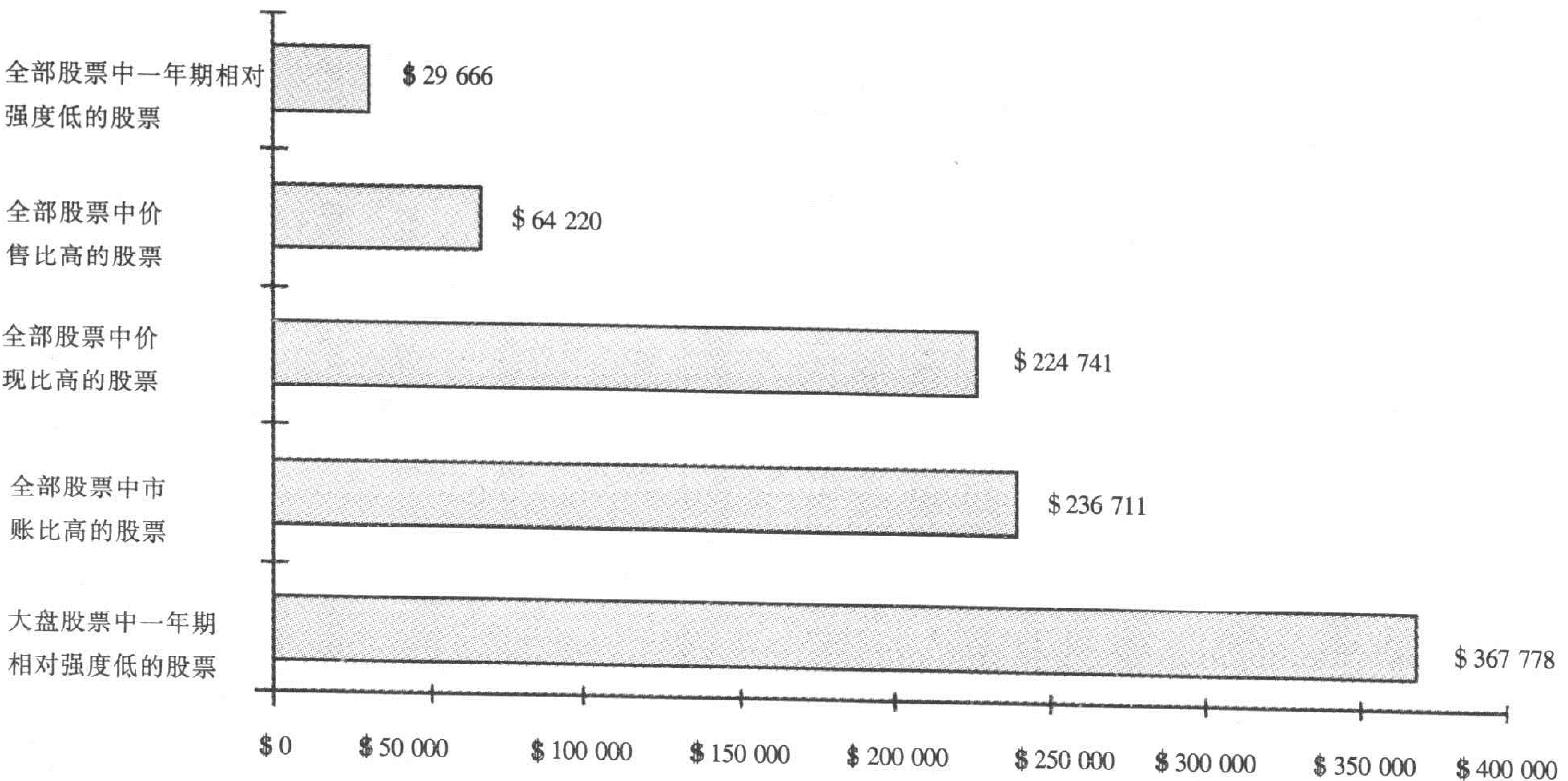


图 21-2 绝对收益最低的五种策略，1954 年～1996 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险最低的五种投资策略选的股票都来自“大盘股票”样本组。风险最低的策略就是选“大盘股票”本身，这一策略的标准差为15.72%。风险最低的五种策略中，只有基本价值策略（即购买股息率高的“龙头股票”）***同时***提供了较高的绝对收益。基本价值策略表明投资者不必承担巨大的风险，即可轻而易举地跑赢大市，任何想投资于大盘股票指数基金的人都不妨考虑一下这种策略。

风险调整收益分析

表21－3按夏普指数对所有策略进行了排序，图21－5和图21－6则列示了风险调整收益最高和最低的五种策略。这是所有表中最重要的一个，因为它揭示了收益的真正意义。其中有一种策略是购买“全部股票”中相对强度最高的50只股票，这是一个很好的例子。在绝对收益上，这一策略超过了“全部股票”，但假如考虑到风险因素的话，风险调整收益则低于后者。风险调整收益提供了一个最好的指示器，使你能够判断是否值得为不可避免的波动承担风险，同时还能教你如何赚到大钱。

表21－2　　所有策略的收益情况概述*

策　　略	10 000美元增值为	复合收益率	标准差	夏普指数
市值在2 500万美元和1亿美元之间的股票	$4 176 424	15.45%	30.44%	44
“全部股票”中一年期相对强度高的股票	$2 368 420	13.90%	29.91%	41
“全部股票”中市账比高的股票	$236 711	7.83%	28.79%	20
“全部股票”中一年期每股收益变动>25%，相对强度高的股票	$5 578 081	16.25%	28.56%	49
“全部股票”中每股收益高于去年，相对强度最高的股票	$6 890 629	16.84%	28.19%	52
“全部股票”中价现比高的股票	$224 741	7.69%	27.98%	17
“全部股票”中价售比高的股票	$64 220	4.53%	27.79%	8

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

策　　略	10 000 美元增值为	复合收益率	标准差	夏普指数
"全部股票"中市盈率高的股票	$ 368 197	8.97%	26.75%	23
"全部股票"中资本收益率＞15，相对强度高的股票	$ 7 582 171	17.10%	26.59%	54
"全部股票"中五年期每股收益增长快的股票	$ 534 963	9.94%	26.57%	27
"全部股票"中一年期每股收益增长最快的 50 种股票	$ 810 609	11.03%	26.33%	31
"全部股票"中一年期相对强度低的股票	$ 29 666	2.62%	26.33%	−1
"全部股票"中资本收益率高的股票	$ 1 417 424	12.52%	25.84%	37
"全部股票"中价售比低的股票	$ 4 311 223	15.54%	25.66%	49
"全部股票"中价售比＜1，相对强度高的股票	$ 12 999 698	18.62%	25.64%	61
"全部股票"中按基本成长策略选择的股票	$ 12 552 352	18.52%	25.41%	61
"全部股票"中市账比低的股票	$ 3 297 096	14.80%	25.17%	46
"大盘股票"中价现比低的股票	$ 2 476 780	14.02%	24.97%	43
"全部股票"中收益率＞5，相对强度高的股票	$ 12 570 451	18.52%	24.48%	61
"全部股票"中市盈率低的股票	$ 1 198 019	12.07%	24.43%	34
市值在 1 亿美元到 2 亿 5 000 万美元之间的股票	$ 2 007 775	13.46%	24.37%	41
"全部股票"中一年期每股收益增长慢的股票	$ 1 033 974	11.68%	23.42%	36
"全部股票"中市账比＜1，相对强度高的股票	$ 10 258 105	17.95%	23.36%	60
"大盘股票"中市账比高的股票	$ 583 955	10.17%	23.06%	27
"全部股票"中利润率＞20，相对强度最高的股票	$ 2 230 164	13.74%	23.02%	42
"全部股票"中市账比＜1.5，股息率高于平均数，市盈率低于平均数，价现比最低的股票	$ 4 624 623	15.73%	22.85%	52

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

策略	10 000 美元增值为	复合收益率	标准差	夏普指数
“大盘股票”中一年期相对强度高的股票	$ 2 717 072	14.28%	22.24%	47
“全部股票”中五年期每股收益高于平均数，利润率高于平均数，每股收益高于去年，相对强度最高的股票	$ 6 019 821	16.46%	22.23%	57
“大盘股票”中价现比最高的股票	$ 488 983	9.70%	22.01%	28
“全部股票”中收益高于平均数，相对强度为正，价售比最低的股票	$ 5 753 941	16.34%	21.98%	52
“大盘股票”中每股收益高于去年，相对强度高的股票	$ 3 191 986	14.72%	21.95%	48
“大盘股票”中资本收益率＞15，相对强度高的股票	$ 2 220 269	13.73%	21.94%	43
“小盘股票”	$ 2 022 787	13.48%	21.81%	44
“大盘股票”中五年期每股收益增长快的股票	$ 613 441	10.30%	21.59%	28
“大盘股票”中价售比高的股票	$ 454 873	9.51%	20.99%	25
市值在 2 亿 5 000 万美元到 5 亿美元之间的股票	$ 2 042 964	13.50%	20.92%	46
“全部股票”中股息率高的股票	$ 840 162	11.13%	20.91%	34
“全部股票”中利润率高的股票	$ 691 852	10.61%	20.76%	31
“大盘股票”中市盈率低的股票	$ 2 122 212	13.61%	20.60%	44
“大盘股票”中市盈率高的股票	$ 429 753	9.37%	20.38%	26
“大盘股票”中价售比低的股票	$ 2 175 915	13.67%	20.36%	47
“大盘股票”中一年期每股收益变动高于平均数，利润率高于平均数，每股收益高于去年，相对强度最高的股票	$ 2 639 136	14.20%	20.19%	47

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

策　　略	10 000 美元增值为	复合收益率	标准差	夏普指数
“大盘股票”中一年期相对强度低的股票	$ 367 778	8.96%	19.98%	25
“龙头股票”中市盈率低的股票	$ 3 017 323	14.56%	19.93%	50
“全部股票”中价现比低的股票	$ 3 076 821	14.61%	19.78%	51
组合基本策略	$ 7 583 097	17.10%	19.50%	66
“全部股票”	$ 1 640 531	12.91%	19.46%	44
“大盘股票”中市账比低的股票	$ 2 775 184	14.33%	19.40%	52
“大盘股票”中市盈率<20，相对强度高的股票	3 581 736	15.03%	19.05%	54
“龙头股票”中价现比低的股票	$ 4 078 918	15.39%	19.00%	57
“大盘股票”中价售比<1，相对强度高的股票	$ 2 968 702	14.52%	18.86%	54
“大盘股票”中资本收益率高的股票	$ 662 357	10.50%	18.86%	33
“大盘股票”中一年期每股收益增长快的股票	$ 440 758	9.19%	18.83%	25
市值在 5 亿美元到 10 亿美元之间的股票	$ 1 231 545	12.14%	18.72%	42
“大盘股票”中一年期每股收益增长慢的股票	$ 889 735	11.28%	17.55%	40
“大盘股票”中按基本成长策略选择的股票	$ 3 189 965	14.71%	17.50%	58
“龙头股票”中市盈率高的股票	$ 599 558	10.24%	16.69%	34
“大盘股票”中股息率高的股票	$ 1 732 216	13.06%	16.63%	50
“龙头股票”	$ 1 921 677	13.34%	16.59%	50
基本价值策略	$ 3 625 789	15.06%	16.47%	62
标准普尔 500 指数	$ 971 901	11.51%	15.96%	39
“大盘股票”中利润率高的股票	$ 716 131	10.90%	15.81%	36
市值超过 10 亿美元的股票	$ 985 177	11.55%	15.77%	41
“大盘股票”	$ 981 782	11.54%	15.72%	41
中期债券	151 806	6.71%	6.70%	17
90 天期国库券	$ 99 854	5.63%	2.71%	0

* 按风险大小排列；时间：1954 年 12 月 31 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

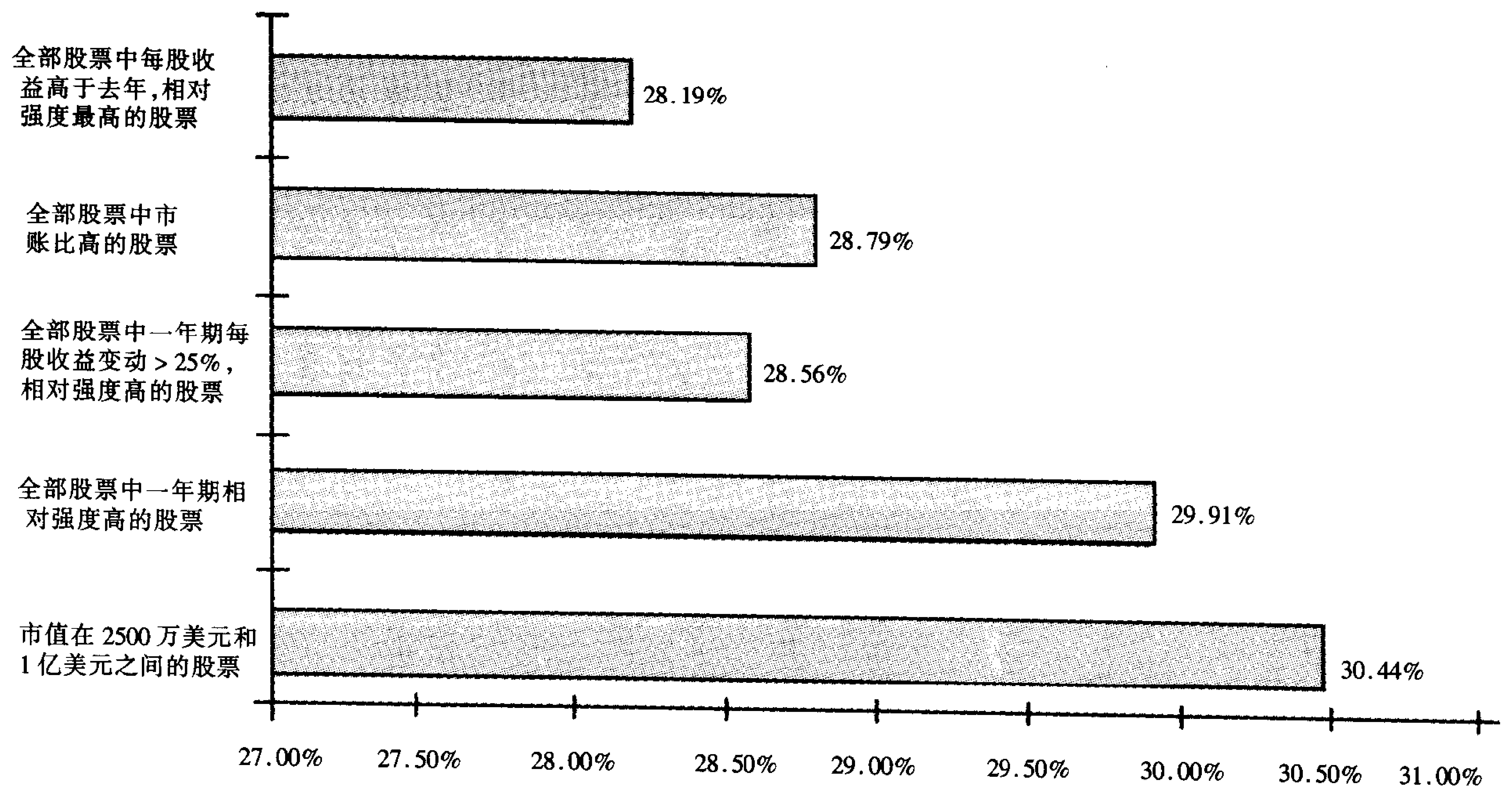


图 21-3 标准差(风险)最高的五种策略，1954年~1996年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

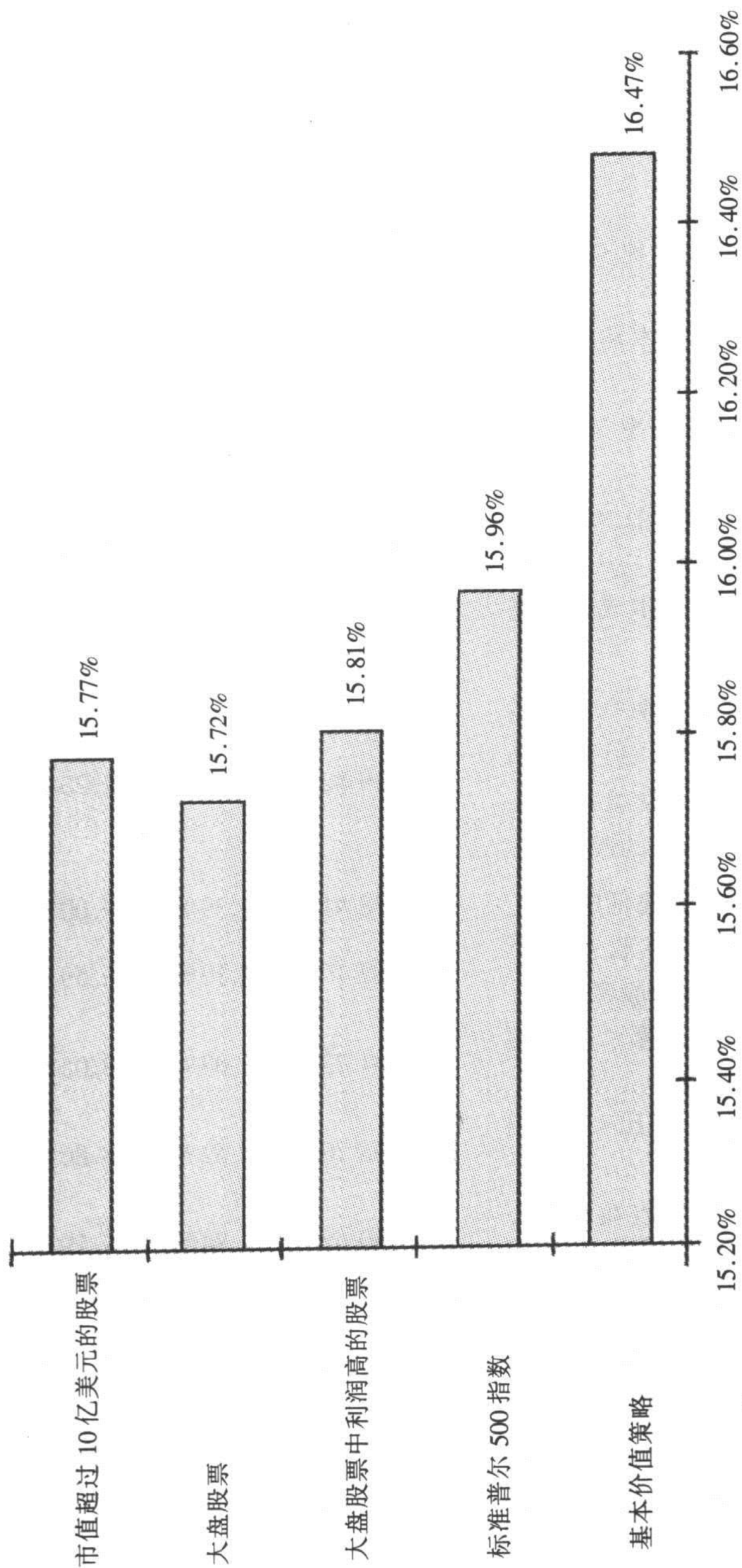


图 21－4 标准差（风险）最低的五种策略，1954年～1996年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 21－3　　所有策略的收益情况概述*

策　　略	10 000 美元增值为	复合收益率	标准差	夏普指数
组合基本策略	$ 7 583 097	17.10%	19.50%	66
基本价值策略	$ 3 625 789	15.06%	16.47%	62
“全部股票”中价售比＜1，相对强度高的股票	$ 12 999 698	18.62%	25.64%	61
“全部股票”中按基本成长策略选择的股票	$ 12 552 352	18.52%	25.41%	61
“全部股票”中收益率＞5，相对强度高度股票	$ 12 570 451	18.52%	24.48%	61
“全部股票”中市账比＜1，相对强度高的股票	$ 10 258 105	17.95%	23.36%	60
“大盘股票”中按基本成长策略选择的股票	$ 3 189 965	14.71%	17.50%	58
“全部股票”中五年期每股收益变动高于平均数，利润率高于平均数，每股收益高于去年，相对强度最高的股票	$ 6 019 821	16.46%	22.23%	57
“龙头股票”中价现比低的股票	$ 4 078 918	15.39%	19.00%	57
“全部股票”中资本收益率＞15，相对强度高的股票	$ 7 582 171	17.10%	26.59%	54
“大盘股票”中市盈率＜20，相对强度高的股票	$ 3 581 736	15.03%	19.05%	54
“大盘股票”中价售比＜1，相对强度高的股票	$ 2 968 702	14.52%	18.86%	54
“全部股票”中每股收益高于去年，相对强度最高的股票	$ 6 890 629	16.84%	28.19%	52
“全部股票”中市账比＜1.5，股息率高于平均数，市盈率低于平均数，价现比最低的股票	$ 4 624 623	15.73%	22.85%	52
“全部股票”中收益高于平均数，相对强度为正，价售比最低的股票	$ 5 753 941	16.34%	21.98%	52

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

策　　略	10 000 美元增值为	复合收益率	标准差	夏普指数
“大盘股票”中市账比低的股票	$ 2 775 184	14.33%	19.40%	52
“全部股票”中价现比低的股票	$ 3 076 821	14.61%	19.78%	51
“龙头股票”中市盈率低的股票	$ 3 017 323	14.56%	19.93%	50
“大盘股票”中股息率高的股票	$ 1 732 216	13.06%	16.63%	50
“龙头股票”	$ 1 921 677	13.34%	16.59%	50
“全部股票”中一年期每股收益变动>25%，相对强度高的股票	$ 5 578 081	16.25%	28.56%	49
“全部股票”中价售比低的股票	$ 4 311 223	15.54%	25.66%	49
“大盘股票”中每股收益高于去年，相对强度高的股票	$ 3 191 986	14.72%	21.95%	48
“大盘股票”中一年期相对强度高的股票	$ 2 717 072	14.28%	22.24%	47
“大盘股票”中价售比低的股票	$ 2 175 915	13.67%	20.36%	47
“大盘股票”中一年期每股收益变动高于平均数，利润率高于平均数，每股收益高于去年，相对强度最高的股票	$ 2 639 136	14.20%	20.19%	47
“全部股票”中市账比低的股票	$ 3 297 096	14.80%	25.17%	46
市值在 2 亿 5 000 万美元到 5 亿美元之间的股票	$ 2 042 964	13.50%	20.92%	46
市值在 2 500 万美元到 1 亿美元之间的股票	$ 4 176 424	15.45%	30.44%	44
“小盘股票”	$ 2 022 787	13.48%	21.81%	44
“大盘股票”中市盈率低的股票	$ 2 122 212	13.61%	20.60%	44
“全部股票”	$ 1 640 531	12.91%	19.46%	44
“大盘股票”中价现比低的股票	$ 2 476 780	14.02%	24.97%	43
“大盘股票”中资本收益率>15，相对强度高的股票	$ 2 220 269	13.73%	21.94%	43
“全部股票”中利润率>20，相对强度最高的股票	$ 2 230 164	13.74%	23.02%	42
市值在 5 亿美元到 10 亿美元之间的股票	$ 1 231 545	12.14%	18.72%	42

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

策　　略	10 000 美元增值为	复合收益率	标准差	夏普指数
“全部股票”中一年期相对强度高的股票	$ 2 368 420	13.90%	29.91%	41
市值在 1 亿美元到 2 亿 5 000 万美元之间的股票	$ 2 007 775	13.46%	24.37%	41
市值超过 10 亿美元的股票	$ 985 177	11.55%	15.77%	41
“大盘股票”	$ 981 782	11.54%	15.72%	41
“大盘股票”中一年期每股收益增长慢的股票	$ 889 735	11.28%	17.55%	40
标准普尔 500 指数	$ 971 901	11.51%	15.96%	39
“全部股票”中资本收益率高的股票	$ 1 417 424	12.52%	25.84%	37
“全部股票”中一年期每股收益增长慢的股票	$ 1 033 974	11.68%	23.42%	36
“大盘股票”中利润率高的股票	$ 716 131	10.90%	15.81%	36
“全部股票”中市盈率低的股票	$ 1 198 019	12.07%	24.43%	34
“全部股票”中股息率高的股票	$ 840 162	11.13%	20.91%	34
“龙头股票”中市盈率高的股票	599 558	10.24%	16.69%	34
“大盘股票”中资本收益率高的股票	$ 662 357	10.50%	18.86%	33
“全部股票”中一年期每股收益增长最快的 50 种股票	$ 810 609	11.03%	26.33%	31
“全部股票”中利润率高的股票	$ 691 852	10.61%	20.76%	31
“大盘股票”中价现比高的股票	$ 488 983	9.70%	22.01%	28
“大盘股票”中五年期每股收益增长快的股票	$ 613 441	10.30%	21.59%	28
“全部股票”中五年期每股收益增长快的股票	$ 534 963	9.94%	26.57%	27
“大盘股票”中市账比高的股票	$ 583 955	10.17%	23.06%	27
“大盘股票”中市盈率高的股票	$ 429 753	9.37%	20.38%	26
“大盘股票”中价售比高的股票	$ 454 873	9.51%	20.99%	25

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

策　略	10 000 美元增值为	复合收益率	标准差	夏普指数
“大盘股票”中一年期相对强度低的股票	$ 367 778	8.96%	19.98%	25
“大盘股票”中一年期每股收益增长快的股票	$ 400 758	9.19%	18.83%	25
“全部股票”中市盈率高的股票	$ 368 197	8.97%	26.75%	23
“全部股票”中市账比高的股票	$ 236 711	7.83%	28.79%	20
“全部股票”中价现比高的股票	$ 224 741	7.69%	27.98%	17
中期债券	$ 152 806	6.71%	6.70%	17
“全部股票”中价售比高的股票	$ 64 220	4.53%	27.79%	8
90 天期国库券	$ 99 854	5.63%	2.71%	0
“全部股票”中一年期相对强度低的股票	$ 29 666	2.62%	26.33%	−1

* 按夏普指数大小排列（指数越高越好）；时间：1954 年 12 月 31 日～1996 年 12 月 31 日。

在我们研究的所有策略中，风险调整收益最高的是将基本成长和基本价值组合起来的策略。这一证券组合的夏普指数为 66，比“全部股票”的 43 整整高出 50%，而风险与之几乎完全相同。对于风险承受能力一般的投资者来讲，这一组合策略可说是最佳投资方式。它同时包括了成长策略和价值策略，在分散你的证券组合时效果相当不错。

*所有*风险调整收益最高的策略都包含了一种或几种数值指标作为取舍标准。这种指标好比陪伴未婚少女去参加舞会的年长妇女，可以保证你不会让某个外表迷人的家伙用花言巧语迷住。这在短期内可能会让你失去一些乐趣，但随着时间的推移，由于你不会为任何一只股票支付过高的价格，因而避免了不必要的麻烦。除了基本价值策略所选择的之外，这些表现最好的策略所选的股票中的绝大多数都不是我们所耳熟能详的名字。这些股票都在脚踏实地地发展，而非徒有华而不实的外表。有些公司的活动经常登上大型的金融刊物，它们的经理就好像明星一样，有很多投资者选择这类股票。这将会使其股票价格被炒得非常高，然后以令投资者失望的结果而告终。大多数风险调整收益最高的策略所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

选择的股票则有着实实在在的发展，它们的外表并不迷人，如 Badger Meter 公司。因此，再也不要只盯着那些公司总裁上了《幸福》(《Fortune》)杂志封面的股票了！

与之相反，在杂志中却很可能会有那些风险调整收益最低的策略所选择股票的相关报导。五种表现最差的策略中有四种选择的是价售比、价现比、市账比或市盈率最高的股票。这些令人炫目的股票为其所代表的实业订出了极不合理的高价位，而投资者则相信它们一定**会**涨到天价。这些公司股票价格的基础是对未来的期望、渴求和幻想，但这种美妙前景却很少变成现实。Nord Resources 的确可能会成为一家很棒的矿业公司，但是它真的值收益的 2120 倍吗？也许它真的值，但是一组这样的股票就***未必如此***，投资者不应当选择它们。

按照经过风险调整之后的标准来衡量，表现***最差***的策略买的是“全部股票”中一年期价格表现最糟的 50 种股票。其夏普指数竟是***负的***，因为在我们所研究的 40 年中，它的收益低于国库券。假如你想反其道而行之，那么就购买价售比低的股票。要不惜一切代价避免投资于上一年度价格表现最差的股票，它们在过去 40 年中的表现实在是糟透了。

对投资者的启示

在权衡了风险、收益和长期的基本比率之后，整体表现最好的是基本成长和基本价值组合策略。在我们所研究的 42 年中，这一策略的收益几乎是“全部股票”的 5 倍，年度复合收益率达 17.1%，比“全部股票”的年度复合收益率 12.91%高出 4.19%。其风险则几乎与“全部股票”相同，而且其一贯性也是异乎寻常的，在任何一年中，它 80%地超过了“全部股票”，而在十年滚动期中则是 100%地超过。

组合策略实现这一成绩靠的是按类型分散投资组合，其投资中有一半是股息率高、居市场领先地位的大公司股票。而另一半股票则是“全部股票”中有着稳定的收益增长、价售比低、相对强度高的股票。

假如你想运用其他任何一种策略的话，最好是同时采取一些风险调整收益率最高的策略。如果你想在那些各项比率很高的热门股票上试一把运气的话，那么一定要***经常***看看它的历史记录。大多数这类股票上的投资都化为了泡影，再次提醒这一点是有益无害的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

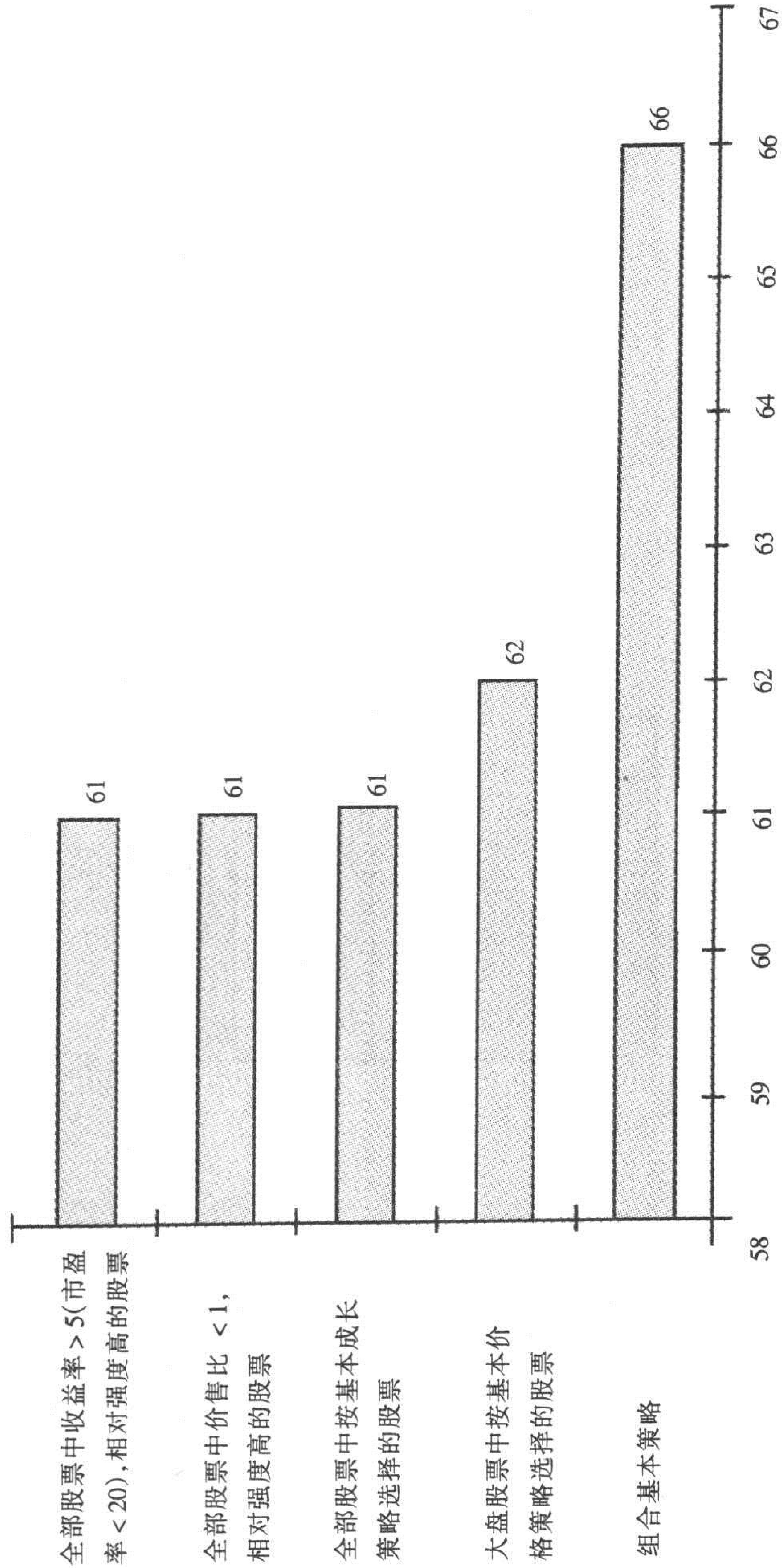


图 21－5 夏普风险调整指数最高的五种策略，1954年～1996年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

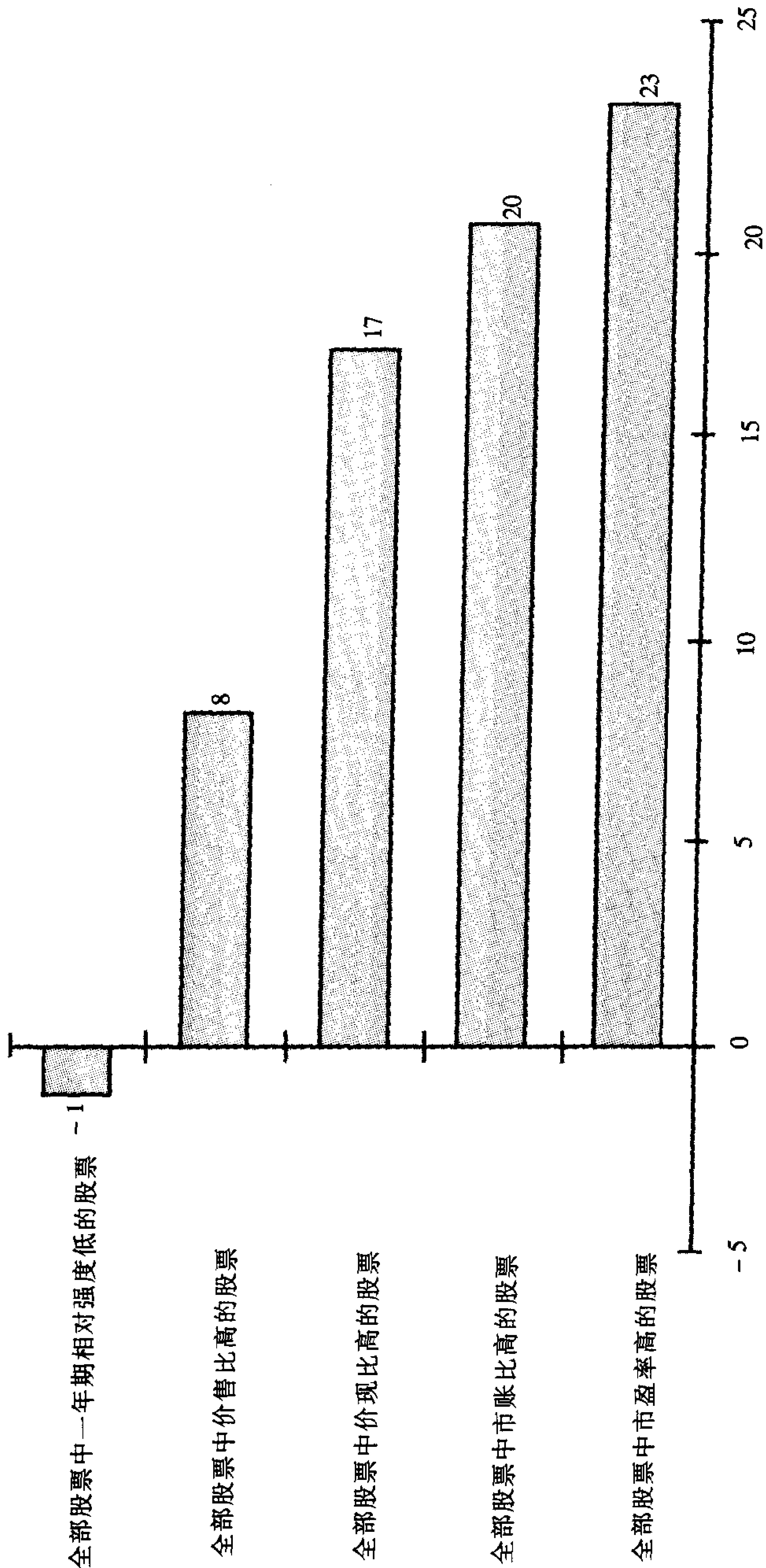


图 21－6 夏普风险调整指数最低的五种策略，1954年～1996年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Getting the Most out of Your Equity Investments

22

如何在你的股票投资中收获最大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

思考容易行动难。按照所思考的去行动最难。

——约翰·沃尔夫冈·冯·歌德

投资者能从道家的“无为”思想中学到很多东西。道家是中国的三大哲学（道、释、儒）之一，它们在过去几千年中指导了一代又一代的思想家。从字面上讲，“无为”的意思是“通过‘不做’来‘做’”，但在精神实质上，它是指让事物的发展顺其自然。不要做把圆钉敲入方洞的傻事，也不要聪明得过了头，老是想着把圆的弄成方的。你应当做的是理解圆的本质，然后顺其自然地加以运用。在西方，与这一意思最为接近的是维根思坦（Wittgenstein）的名言：“不要追求意义：要追求实用！”

对于投资者来讲，这就意味着让好的策略去发挥作用。不要再犹豫不决了。不要再自作聪明了。不要因为看上去简单而看不起它们。要理解你所使用的策略，然后让其自行发展。实际上这是最困难的地方。在我们作决定的时候几乎不可能不搀杂个人感情因素，但是在长期中跑赢大市的惟一方法就是保持心态平和。要一直遵循“奥克汉姆的剃刀”原则（这一原则表明，在大多数情况下，最简单的理论就是最好的）几乎是不可能的。我们总是喜欢把简单的事情复杂化，而且有着从众心理，往往被某些热门股票的诱人前景所迷惑，让感情影响决定，按照小道消息和感觉来买卖股票，每次做出投资决定时的标准都与上一次不同，不遵循内在的一致性和连贯性，也没有一定的策略。所以毫不奇怪，标准普尔 500 指数在长期中的表现超过了 80％按传统方法经营管理的共同基金。

这里有一个道家的故事：一天，有个人站在瀑布下面的池塘旁边，看见一个老者在湍急的水流中上下翻腾。他赶快跑过去救，但等他赶到的时候，那个老者已经爬上岸，一个人悠闲地走着，嘴里还哼着小曲。这个人很是奇怪，就冲上前去问老者，他生存的秘诀是什么。老者说，这并没有什么特别的。“我很小的时候就开始学习，长大以后又亲身实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

践。到现在，我已经有把握一定能成功。我随着水流潜下去，然后又顺着它升上来。在水中顺其自然，浑然忘我。我能生存的惟一原因就是，不与水流的强大力量相对抗。”

市场就好比水一样，它总是会制服所有试图与之相对抗的人，而给那些遵循规律的人以丰厚的回报。但是游泳课还是得上的。你不能只是简单地跳进去，还需要遵守一定的规则。我们对过去45年的研究表明，要想在市场中表现良好，你必须接受以下的一些原则。

坚持运用策略

假如你仅仅因为某只股票的前景诱人就去购买它的话，那么你什么也得不到。在过去45年中，这些公司的股票往往是表现***最差的***。人人都在谈论它们，想持有它们。这些股票的市盈率、市账比和价售比常常涨上了天。在短期内，它们极具吸引力，但在长期中却是致命的。***你必须避免它们***。要坚持从整体策略而非单只股票的角度考虑问题。单个公司的数据是***没有意义的***，但它对人的影响却非常大。如果你不运用策略，一意孤行地投资于最热门的股票，那么在长期中的损失将是非常惨重的。假如你无论如何也无法坚持采用某种策略的话，不妨把大部分钱投入一只指数基金，然后少量投资于前景诱人的股票，这些钱就当作是花在娱乐上了吧。

只运用已经过长期考验的策略

当我在几年前开始检验各种策略的时候，我认为要判断一种策略是否有效，十年的时间就已经足够了。事实证明我是错误的。长期数据表明，要判断一种策略是否有效，最少需要25年，多于25年则更好。在长达15年的时间内，购买市账比高的股票都是看起来不错的策略，但是整体的历史数据则证明它是无效的。多年的数据有助于帮你更好地了解一种策略的优劣所在。如果你试图使用一种没有经过时间检验的策略，最终的结果将会是非常令人失望的。股票在变化，企业也在变化。但是它们作为一项好投资的内在原因却没有变化。只有时间才能说明谁是最好的。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在投资时坚持一贯性

一贯性是众多优秀投资者的共同特征，这使他们与其他人区别开来。如果你**一贯地**运用一种策略（即使它本身很一般），那么你将超过几乎所有不一贯的投资者，他们不停地入市、出市，在投资的过程中间更换策略，在作决定之前永远是犹豫不决的。要先实事求是地考虑你自己的风险承受能力，确定你的方针，然后就坚持下去。在开舞会的时候，你的故事可能不多，但在长期中，你将是最为成功的投资者之一。成功的投资并不是炼金术，它其实很简单，就是坚持不懈地运用经过了时间考验的策略，然后让它自己去慢慢发挥神奇的魔力。

坚持按基本比率投资

基本比率是枯燥乏味的，但却非常值得去研究。对投资者而言，最有用的信息之一就是某种策略超过大市的几率有多高，以及超过了多少，但是真正利用这一信息的人却很少。现在你有了这些数字，那么就用它们吧。

不要用最冒险的策略

运用风险最高的策略是没有意义的。它们将击垮你的意志，使你最终放弃，而且往往是在表现最糟糕的时候。真正有效的策略很多，因此要坚持集中投资于风险调整收益最高的策略。

坚持运用不止一种策略

除非你已快要退休，并且只在低风险的策略上投资，要不然就坚持按不同策略分散投资组合。在每种具体策略上投资多少取决于你的风险承受能力，但一定要有一些成长型股票和价值型股票，以防被华尔街上不可避免的投资风格变化所左右。将策略组合起来使用能使你的证券组合收益大大超过整体市场，而又不用承担更多的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

运用包含多个因素的模型

单因素模型表明，具有某些特征的策略会有高额回报，而具有另一些特征的策略则表现得很糟。然而，假如你在构建投资组合的时候考虑到多个因素的话，你的处境会好很多。收益会因之提高，而风险则会降低。在你投资于每一只股票之前，都应当通过多个因素的检验才行。

坚持一贯性

假如你没有时间构建自己的投资组合，而是想投资于共同基金的话，则应当只选择那些投资风格连续一致的基金。许多基金经理打一枪换一个地方，凭直觉来选择股票。在他们经营过程中，缺乏个人感情的约束机制，来保证好的想法能真正得以实现。他们的选择过多地基于期望而非经验。你无法确知他们是在如何管理你的钱，也无从知晓他们过去的表现究竟是来自随心所欲的挑选呢，还是因为有着一贯的内在策略。

不要跟着他们去赌运气。应当购买那些严格、确实地采取策略的基金。基于自己的研究结果，我开了一家基金公司，即奥肖内西基金公司。该基金将几种表现最好的策略编制为策略指数，然后投资于符合相应选股标准的股票，这些标准是别的因素所无法替代的。当研究进一步深入时，我希望能有其他一些从事投资的基金公司，它们也运用规范的、一贯的、在长期中表现良好的策略。如果你的基金经理没有清楚地描述他们的投资风格，那么一定要坚持让他们这样做。你的要求不应低于这一条。

股票市场不是随机的

最后需要指出的是，数据表明股票市场是有规律可循的。市场根本不是杂乱无章的，它总是给某些策略以高额回报，而同时却在惩罚另一些策略。正如本·格雷厄姆所要求的那样，我们现在已经知道了许多有着指定特征证券的历史表现。我们必须让历史指引自己今后的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行动，只选那些经过时间考验，并且已证明是正确的策略。我们知道什么是有价值的,我们知道什么是华尔街上最成功的策略。剩下的就只是实践了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Appendix: Research Methodology

附录：研究方法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我的信条是，要寻找别人所忽略的东西。

——马歇尔·麦克卢汉

数据

每年的数据来自标准普尔的 COMPUWTAT 数据库，包括研究数据文件。研究文件包括所有从数据库中去除的公司的信息。COMPUWTAT PC PLUS 把这些文件指定为*C 和*R，所有从 1950 年到 1974 年的数据是从 COMPUWTAT 的大型机装入奥肖内西资金管理公司的个人电脑中的，而此后年度的数据则从 COMPUWTAT 的光盘中获得。

时间范围

我们检验从 1950 年 12 月 31 日起到 1996 年 12 月 31 日的 46 年。滞后时间的使用（为防止前视偏差）迫使我们把大多数的测试开始时间定在 1951 年 12 月 31 日，使用五年期数据输入进行的测验，比如五年期每股盈利增长率，需要把 1954 年 12 月 31 日作为起始时点。1994 年后，使用来自实际 COMPUWTAT 数据光盘的实时数据，因此不再需要滞后时间，这样，1994 年以后的所有收益都是实时证券组合的实际收益。

样本组

我们的样本组中只包括没有太大流动性问题就能实际购买的股票，我们研究的既有样本组内的“平均”的股票，又有样本组内的大盘股。在向股票交易机构咨询之后，我们为所有的股票规定一个 1.5 亿美元的市值下限。1950 年以后，通货膨胀引起名义价值的巨大变化，所以我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们把现在的1.5亿美元的价值按物价水平折算回1950年的价值。我们把1.5亿美元折算出在每年的价值，使用一个五年期的平均值，并每五年转换一次，这样，以下就是各年市值的最小值：

1951年12月31日～1954年12月31日	2700万美元
1955年12月31日～1958年12月31日	2700万美元
1959年12月31日～1963年12月31日	2800万美元
1964年12月31日～1968年12月31日	3100万美元
1969年12月31日～1973年12月31日	3400万美元
1974年12月31日～1978年12月31日	4400万美元
1979年12月31日～1983年12月31日	6400万美元
1984年12月31日～1988年12月31日	9700万美元
1989年12月31日～1993年12月31日	1亿1700万美元
1994年12月31日～1996年12月31日	1亿5000万美元

所有折算后市场市值超过1.5亿美元的股票都已包括在我们的研究中，在本书中我们将其称为“全部股票”。

我们还研究了大盘股——基金经理经常从中挑选股票——的整体收益。得到这一整体的一个简单方法，是将所有市值在任何年度均超过平均值的股票包括在内（称为“大盘股票”）。总体而言，股票市值超过平均值的股票占了按市值排名的数据库的前16%，市值超过1. 5亿美元（按通胀率折算后的价值）的占了数据库的50%。

收益

收益按下面公式每年进行计算：

总收益＝(PRCC[1y]/PRCC－1)＋(DVPS×[1y]/PRCC)

这里　PRCC［1y］＝测试日期前一年股票的年末价值
PRCC＝股票首次符合证券组合选股标准时的价格
DVPSX［1y］＝测试年份实际支付的红利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

举例说明，考虑 XYZ 公司的股票，在 1960 年 12 月 31 日，它符合按低市盈率选股的标准。从 1960 年 12 月 31 日到 1961 年 12 月 31 日的总收益可以这样计算：

PRCC（1960 年 12 月 31 日的价格）= 10 美元
DRCC [1y]（1961 年 12 月 31 日的价格）= 15 美元
DVPSX [1y]（1961 年实际只付的红利）= 1 美元
因此：
（$1500/$10.00 − 1）+（$1.00/$10.00）= 0.5 + 0.1 = 0.60

结果是当年收益为 60%。

从 1994 年往后，我们把 COMPUWTAT 数据库的总收益函数的计算结果作为实际总收益（TRT1y）。收益是逐年计算的，并且我们对时间序列的每一年都进行了检查，看是否有分布异常的样本，除第 4 章以外的所有证券组合都包含 50 只股票。如果一只股票的收益出现极端情况或同其他数据不一致，就把它舍去。因为派发的红利在 1951 年至 1994 年间不是每月都进行再投资，所以收益有少许低估。

对投资组合中的所有股票均给予同等加权（每只股票的美元投资额相等）。因此，如果 IBM 是所挑选的一只股票而 Terra − Industries 是另一只，则投资于每一只的美元数量相同（亦即如果我们买了 10 只股票并且投资总额是100 000美元，则投资于每种股票10 000美元）。证券组合不因诸如 β 值、行业或地理分布等因素进行调节。

收益的差异在一定程度上取决于所使用的是何种 COMPUWTAT 数据光盘（CD），出现这种情况是因为标准普尔公司的 COMPUWTAT 数据库连续不断地更新其数据。有一项研究试图判断这种做法是否导致了重大差异，其结论是，从长期来看，差异并不明显。

数据定义

在我们的研究中，年度数据滞后了至少 11 个月，这主要是考虑到信息报告上的延迟以避免前视偏差。我们使用从 11 个月到 15 个月长度的时间区间，这是因为，我们使用的数据都是年末数据，从而具有自然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年性质（因为我们仅在每年 12 月 31 日做出交易决策）。考虑到部分股票的财政年度不是在 12 月 31 日终止，所以我们必须确定在*那一时刻*能得到什么样的数据。我们研究了几张现在的 COMPUWTAT 数据光盘，以确定相关数据在实际中需要滞后多久，然后将相应的滞后期运用到历史记录中。每数据项的时间滞后和我们在检验现在的数据库时所发现的相一致。自 1994 年以后所有数据都为实时数据，所以不需要时间滞后。

下面是这些项目的定义，紧接着的括号里是它们在 COMPUWTAT 数据库中的代号和 1951 年～1994 期间的时间滞后信息。对 1994 年以后的所有年份，结果和测试都是实时进行的，所以没有使用时间滞后。

销售额(sales)：年净销售额，滞后 15 个月。(SALE[@yr(－1.5m)])

在外流通股（Common shares outstanding）：年末所有流通股的净数额，排除了库存股票和临时股票凭证。对拆股进行了调整，滞后 15 个月。(CSHO [@yr（－1.5m)])

普通股清算价值（Common equity liguidating value）：普通股股东在公司资产进行清算时的利益，计算普通股价值时已扣除优先股股东对公司的合法求偿权。我们将普通股清算价值作为股权账面价值的替代。滞后 15 个月。(CEQL [@yr（－15m)])

非常项目前收入（ Income before extra items）：扣除包括特别项目、所得税和少数股东权益等在内的所有支出后的收入，但是是在为普通股和/或优先股提取准备金以前。不反映已经停止的经营。在更大的方程中会有时间滞后。(I B)

除权日前每股红利（Annual dividend per share by ex－date）：滞后 11 个月。DVPSX 代表了对拆股和送股进行调整后的每股现金红利，该项目排除了对优先股的支付。所有的额外分红都包括在内。这方面数据的现有来源是交互数据服务有限公司（Interactive Data Service，Inc.）以及标准普尔公司的“*红利记录*”。(DVPSX [@yr（－11m)])



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每股年度盈利，非常项目除外（Annual earnings per share，excluding extraordinary items）：根据每年的调整因子进行调整而不是单独计算得出。表示非常项目和已停止经营项目损益之前的每股盈利。数据滞后15个月。(EPSPX [@yr (-15m)])

自然年度收盘价格(Calendar year closing price):未滞后。(PRCC)

税前收入（Pretax income）：在支付所得税和为少数股东权益提取准备金前的营业和非营业收入。特别是，扣除了来自非常项目和已经停止的经营的收入。年度数据，在更大方程中有滞后。(PI)

调节因子（Adjustment factor）：用于根据拆股情况调节整体股票数据的比率。(AJEX)

折旧和摊销（Depreciation - amortization）：用于财产老化和磨损耗费的非现金支出。年度数据。(DP)

公式

所有公式使用以上项目以及一般的排序和求平均的技术。多数普通公式的目的是求平均值或按降序排列特定项目。以下是各公式的定义：

平均值（Averages）：平均值是使用@CAVG(X,SET)函数确定的，该函数计算某一样本中一个项目或表达式(x)的平均值。该函数返回一个小数，比如说，要求COMPUWTAT数据库中所有股票市值的平均值，公式应该是:@CAVG((PRCC*CSHO[@yr(-15m)])),@SET(*C+*R,@ISVALUE((PRCC*CSHO[@yr(0m)]))。该公式自动告诉计算机计算所有在活动数据库(*C)和研究数据库(*R)中确实有市值数据的股票的市值平均数——也就是说，计算机判断某一项目(@ISVALUE)数据是否存在。相同的@CAVG,@SET和@ISVALUE公式被用来计算所有项目，比如市盈率和市账比的数据库均值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

排序（Ranking）：诸如按股息率或销售额/市价比排出前 50 只股票等项目，可用 COMPUWTAT 的@RANK（X，SET）函数排序。该函数决定某一样本中任何项目或表达式（x）中的个体的相对次序。个体按降序排列。该函数返回一个整数。这样要得到价格上扬幅度最大的前 50 只股票，公式应是：

@RANK（（PRCC/PRCC [1y]），@SET（*C+ *R））<51

@SET（基础样本，条件）函数按事先决定的标准分析某一样本（基础样本），从而为表达式中的项目选择样本个体。

样本公式（Sample formula），这儿举出一个样本公式，它返回“全部股票”中业绩最好的 50 只股票，前提是这些股票的价售比小于 1。

@IF（PSR1 # AND # MK1 # AND # @RANK（（PRCC/PRCC [-1]），@SET（*C+ *R，PSR1#AND#MK1））<51，1.0，.0）

其中　PSR1=(PRCC/(SALE/CSHO)[@yr(15m)])<1　它寻找价售比小于 1 的股票

MK1=(PRCC* CSHO[@yr(-15m)])>117　则要求所选择股票的市值必须超过 1 亿 1700 万美元。

末尾的“1.0，.0”的作用是告诉程序把一只符合所有标准的股票包括进来，而把不符合的排除。“<51”表明我们只要价格上扬幅度最高的前 50 只股票。

以下是各公式的定义，紧接着的是在 COMPUWTAT　PC　PLUS 中的代码：

股票市值（Market capitalization）：某年 12 月 31 日价格乘以在外流通股，滞后 15 个月。(PRCC* CSHO [@yr（-15m)])

股票收益（Return on equity）：100 乘以（IB 除以 CEQL），滞后 15 个月。(100*（IB/CEQL)) 表示为（ROE [@yr（-15m)])

每年隐含股息收益率（Annual indicated dividend yield）：滞后 11 个月的 DVPSX 除以 PRCC。(DVPSX [@yr（-11m)] /PRCC)

税前利润率（Pretax profit margin）：100 乘以（PI 除以 SALE），滞后 15 个月，简称 PPM。(PPM [@yr（-15m)])

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

销售额/价格比率（sales－to－price ratio）：每年销售额，滞后15个月，除以年末股票价格。((SALE/CSHO)[@yr(－15m)]/PRCC)

价售比（Price－to－sales ratio）；年末股票价格除以每股年销售额数据，滞后15个月。((PRCC/(SALE/CSHO)[@yr(－15m)])

一年期每股收益增长率（one－year earnings per share gain）：同上年比较的每股收益的变化，滞后15个月。(EPSPX/EPSPX[1y])[@yr(－15m)])。最低每股收益增长率通过求倒数的方法求得：(EPSPX[1y]/EPSPX)[@yr(－15m)]。

收益/价格比率（Earnings－to－price ratio）：市盈率的倒数，其中收益滞后了15个月。(EPSPX[@yr(－15m)]/PRCC)

市盈率(Price－to－earnings ratio)：(PRCC/EPSPX[@yr(－15m]])

账面价值/价格比率(Book－to－price ratio)：市账比的倒数，账面价值滞后15个月，简单账面价值可用普通股清算价值(CEQL)除以在外流通股数量的方法求得((CEQL/CSHO)[@yr(－15m)]/PRCC)

市账比（Price－to－book ratio）：((PRCC/(CEQL/CSHO)[@yr(－15m)])

现金流(Cashflow)：特殊收益之前的收入，它代表一家公司在除去所有费用(但不包括为普通股和优先股提取的准备金以及折旧)后的收入，滞后15个月，简称CFL。(CFL＝(IB＋DP),CFL[@yr(－15m)]

现金流/价格比率（Cashflow－to－price ratio）：由上面得到的现金流除以在外流通股，再除以价格((CFL/CSHO)[@yr(－15m)]/PRCC)

价现比（Price－to－cashflow ratio）：((PRCC/(CFL/CSHO[@yr(－15m)])

一年期销售额增长率（One－year sales gain）：同前一年数据相比销售额的变化，滞后15个月。最低一年期销售额增长率通过(SALE/SALE[1y])[@yr(－15m)]公式得到。

每股收益的五年期复合收益增长率（Five－year compound growth rate for earnings per share）：使用COMPUWTAT函数——@CGR)——计算每股收益的五年期复利增长率。函数返回一个百分数，要求第一个和最后一个观测值必须为正((@CGR(EPSPX，－5，0)[@yr(－15m)])

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

销售额的五年期复合收益增长率（Five－year compound growth rate for sales）：使用 COMPUWTAT 函数——CGR——来计算销售额的五年期复利增长率，函数返回一个百分数，要求初始和最后观测值必须为正（（@CGR（SALE，－5，0）[@yr（－15m)])

年度相对强度（Annual relative strength）：不包括分红，使用简单的股票价格上涨来计算。（PRCC/PRCC [1y]）。最低股票价格上涨可用上年收市价格除以本年收市价格的方法求得。（PRCC [1y] /PRCC）

税收、手续费和市场波动成本

这些成本没有包括进去，但是在实时运用这些投资策略的过程中，我们发现市场波动和手续费带来的影响很小。税收会按投资者面临的税率减少收益。由于每年对所有投资组合进行重新调整，一个需要交税的投资者要对所有资本利得支付28％的资本利得税，我们可以假设当一个投资者出现投资损失时，会实现相应的损失以冲销须纳税的正常收入。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Bibliography

参考书目

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Ambachtsheer, Keith P. "The Persistence of Investment Risk," *Journal of Portfolio Management*, Fall 1989, pp.69 – 72.

Arnott, Robert D., Kelso, Charles M., Jr., Kiscadden, Stephan, and Macedo, Rosemary. "Forecasting Factor Returns: An Intriguing Possibility," *Journal of Portfolio Management*, Fall 1990, pp.28 – 35.

Banz, R., and Breen, W. "Sample – Dependent Results Using Accounting and Market Data: some Evidence," *Journal of Finance*, September 1986, pp.779 – 793.

Barach, Roland. *Mind Traps: Mastering The Inner World of Investing*. Dow Jones-Irwin, Homewood, IL, 1988.

Basu, S. "The Relationship Between Earnings Yield, Market Value, and Return for NYSE Common Stocks: Further Evidence," *Journal of Financial Economics*, June 1983, pp.129 – 156.

Bell, David E., Raiffa, Howard, and Tversky, Amos, *Decision Making: Descriptive, Normatibe, and Prescriptive Interactions*. Cambridge University Press. Cambridge, England, 1998.

Bernstein, Peter L. *Capital Ideas: the Improbable Origins of Modern Wall Street*. The Free Press, New York, 1992.

Bjerring, James H., Lakonishok, Josef, and Vermaelen, Theo, "Stock Prices and Financial Analysts' Recommendations," *Journal of Finance*, March 1983, pp.187 – 204.

Blakney, R. B. *The Way of Life: A New Translation of Tao Te Ching*. New American Library Publishing, New York, 1983.

Bogle, John C. *Bogle on Mutual Funds: New Perspectives for the intelligent Investor*. Irwin Professional Publishing, New York, 1994.

Brandes Charles H. *Value Investing Today*. Dow Jones-Irwin, Homewood, IL, 1989.

Brealey, Richard A. *An Introduction to Risk and Return from Common Stocks*,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2nd ed. MIT Press, Cambridge, MA, 1993.

Brealey, Richard A., "Portfolio Theory Versus Portfolio Practice," *Journal of Portfolio Management*, Summer 1990, pp.6–10.

Brock, William, Lakonishok, Josef, and LeBaron, Blake "Simple Technical Trading Rules and the Stochastic Properdties of Stock Returns." *Journal of Finance*, December 1992, pp.1731–1764.

Brown, John Dennis. *101 Years on Wall Street: An Investor's Almanac*. Prentice Hall, Englewood Cliffs, NJ, 1991.

Brown, Stephen J., and Kritzman, Mark P., CFA. *Quantitative Methods for Financial Analysis*. Dow Jones-Irwin, Homewood, IL, 1987.

Brown, Stephen J. (Leonard Stear School of Business, NYU), and Goetzmann, William N. (Yale School of Management), "Performance Persistence," *Journal of Finance*, 1995, First Draft: November 1992, Current Draft: September 30, 1994.

Brush, John S., and Boles, Keith E. "The Predictive Power in Relative Strength and CAPM," *Journal of Portfolio Management*, Summer 1983, pp.20–23.

Brush, John S. "Eight Relative Strength Models Compared," *Journal of Portfolio Management*, Fall 1986, pp.21–28.

Casti, John L. *COMPLEX-ification, Explaining a Paradoxical World Through the Science of Surprise*. Harper Collins Publishers, New York, 1994.

Chan, Louis K., Hamao Yasushi, and Lakonishok, Josef. "Fundamentals and Stock Returns in Japan," *Journal of Finance*, December 1991, pp.1739–1764.

Chan, Louis K.C., and Lakonishok, Josef. "Are the Reports of Beta's Death Premature?" *Journal of Portfolio Management*, Summer 1993, pp.51–62.

Chopra, Navin, Lakonishok, Josef, and Ritter, Jay R. "Measuring Abnormal Performance: Do Stocks Overreact?" *Journal of Financial Economics*, November 1992, pp.235–268.

Cottle, Sidney, Murray, Roger F., and Block, Frank E. *Graham and Do dd's Security Analysis* 5th ed. McGraw–Hill New York 1988.

Coulson, Robert D. *The Intelligent Investor's Guide to Profiting from Stock Market Inefficiencies*. Probus Publishing Company, Chicago, IL, 1987.

Dawes, Robyn, M. *House of Cards: Psychology and Psychotheraty Built on Myth*. The Free Press, New York, 1994.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Dewdney, A.K. *200% of Nothing: An Eye-Opening Tour Through the Twists and Turns of Math Abuse and Innumeracy*. John Wiley & Sons, New York, 1993.

Dreman, David N. *Psychology and the Stock Market*. Warner Books, New York, 1997.

Dreman, David N. *The New Contrarian Investment Strategy*. Random House, New York 1980.

Dreman, David N. "Good-bye EMH," *Forbes Magazine*, June 20, 1994, p.261.

Dreman, David N. "Nasty Surprises," *Forbes Magazine*, July 19, 1993, p.246.

Dreman, Dabid N. "Chronically Clouded Crystal Balls," *Forbes Magazine*, October 11, 1993, p.178.

Dunn, Patricia C., and Theisen, Rolf D. "How Consistently DO Active Managers Win?" *Journal of Portfolio Management*, Summer 1983, pp.47 – 50.

Ellis, Charles D., and Vertin, James R. *Classics: An Investor's Anthology*. Dow Jones-Irwen, Homewood, IL, 1989.

Ellis, Charles D., and Vertin James R. *Classics Ⅱ: Another Investor's Anthology*. Dow Jones-Irwin, Homewood, IL, 1991.

Fabozzi, Frank J., Fogler, H.Russell, and Harrington, Diana R. *The New Stock Market: A Complete Guide to the Latest Research, Analysis, and Performance*. Probus Publishing Company, Chicago, IL, 1990.

Fabozzi, Frank J. *Pension Fund Investment Management*. Probus Publishing Company, Chicago, IL, 1990.

Fabozzi, Frank J., and Zarb, Frank G. *Handbook of Financial Markets: Securities, Options, and Futures*. Dow Jones-Irwin, Homewood, IL, 1986.

Faust, David. *The Limits of Scientific Reasoning*. University of Minnesota Press, Minneapolis, 1984.

Ferguson, Robert. "The Trouble with Performance Measurement," *Journal of Portfolio Management*, Spring 1986, pp.4 – 9.

Ferguson, Robert. "The Plight of the Pension Fund Officer," *Financial Analysts Journal*, May/June 1989, pp.8 – 9.

Fisher, Kenneth L. *Super Stocks*. Dow Jones-Irwin Homewood, IL, 1984.

Fogler, H.Russess. "Common Stock Management in the 1990s" *Journal of Portfolio Management* Winter 1990 pp. 26 – 34.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Freeman, John D. "Behind the Smoke and Mirrors: Gauging the Integrity of Investment Simulations," *Financial Analysts Journal*, November/December 1992, pp. 26–31.

Fridson, Martin S. *Investment Illusions*. John Wiley & Sons, New York, 1993.

Givoly, Dan, and Lakonishok, Josef. "Financial Analysts' Forecasts of Earnings: Their Value to Investors," *Journal of Banking and Finance*, December 1979, pp. 221–233.

Gleick, James. *Chaos: Making A New Science*. Viking Penguin, New York, 1987.

Guerard, John, and Vaught, H.T. *The Handbook of Financial Modeling*. Probus Publishing Company, Chicago, Il, 1989.

Hackel, Kenneth S., and Livnat, Joshua. *Cash Flow and Security Analysis*. Business-One Irwin, Homewood, IL, 1992.

Hagin, Bob. "What Practitioners Need to Know About T-Tesets," *Financial Analysts Journal*, May/June 1990, pp. 17–20.

Harrington, Diana R., Fabozzi, Frank J., and Fogler H.Russell. *The New Stock Market*. Probus Publishing Company. Chicago IL, 1990.

Haugen, Robert A., and Baker, Nardin L. "Dedicated Stock Portfolios," *Journal of Portfolio Management* Summer 1990, pp. 17–22.

Hoff, Benjamen. *The Tao of Pooh*. Penguin Books, New York, 1982.

Ibbotson Associates. *Stocks, Bonds, Bills, and Inflation 1995 Yearbook*. Ibbotson Associates, Chicago, IL, 1995.

Ibbotson, Roger G., and Brinson, Gary P. *Gaining the Performance Advantage: Investment Markets*. McGraw-Hill, New York, 1987.

Ikenberry, David, Lakonishok, Josef, and Vermaelen, Theo. "Market Under Reaction to Open Market Share Repurchases," July 1994, unpublished.

Jacobs, Bruce J., and Levy, Kenneth N. "Disentangling Equity Return Regularities: New Insights and Investment Opportunities," *Financial Analysts Journal* May/June 1998, pp. 18–38.

Jeffrey, Robert H. "Do Clients Need So Many Portfolio Managers?" *Journal of Portfolio Management*, Fall 1991, pp. 13–19.

Kahn, Ronald N. "What Practitioners Need to Know About Back Testing," *Financial Analysts Journal*, July/August 1990, pp. 17–20.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Keane, Simon M. "Paradox in the Current Crisis in Efficient Market Theory," *Journal of Portfolio Management*, Winter 1991, pp.30 – 34.

Keepler, A. Michael. "Further Evidence on the Predictability of International Equity Returns," *Journal of Portfolio Management*, Fall 1991, pp.48 – 53.

Keppler, A. Michael. "The Importance of Dividend Yields in Country Selection," *Journal of Portfolio Management*, Winter 1991, pp.24 – 29.

Klein, Robert A., and Lederman, Jess. *Small Cap Stocks: Investment and Portfolio Strategies for the Institutional Investor*. Probus Publishing Company Chicago, IL, 1993.

Knowles, Harvey C. Ⅲ, and Petty, Damon H. *The Dividend Investor*. Probus Publising Company, Chicago, IL, 1992.

Kritzman, Mark. "How to Detect Skill in Management Performance," *Journal of Portfolio Management*, Winter 1986, pp.16 – 20.

Kuhn, Thomas S. *The Copernican Revolution: Planetary Astronomy in the Development of Western Thought*. Harvard University Press, Cambridge, MA, 1957.

Kuhn, Thomas S. *The Structure of Scientific Revolutions*. University of Chicago Press, Chicago, IL, 1970.

Lakonishok, Josef, Shleifer, Anerei, and Vishny, Robert W. "Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk," working paper, June 1994.

Lee, Wayne Y. "Diversification and Time: Do Investment Horizons Matter?" *Journal of Portfolio Management*, Spring 1990, pp.21 – 26.

Lerner, Eugene M. and Theerathorn Pochara. "The Returns of Different Investment Strategies," *Journal of Portfolio Management*," Summer 1983, pp.26 – 28.

Lofthouse, Stephen. *Equity Investment Management: How to Select Stocks and Markets*. John Wiley & Sons, Chichester, England, 1994.

Lorie, James H., Dodd, Peter, and Kimpton, Mary Hamilton. *The Stock Market: Theories and Evidence*. Dow Jones-Irwin, Homewood, IL, 1985.

Lowe, Janet. *Benjamin Graham on Value Investing: Lessons from the Dean of Wall Street*. Dearborn Financial Publishing, Chicago, IL, 1994.

Lowenstein, Louis. *What's Wrong with Wall Street*. Addison-Wesley New York, 1998.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Maital, Shloml. *Minds, Markets, and Money: Psychological Foundation of Economic Behavior*. Basic Books, New York, 1982.

Malkiel, Burton G. "Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971–1991," Princeton University Press, Princeton, NJ, 1994.

Martin, Linda J. "Uncertain? How do you Spell Relief?", *Journal of Portfolio Mannagement*, Spring 1985, pp.5–8.

Marcus, Alan J." The Magellan Fund and Market Efficiency," *Journal of Portfolio Management*, Fall 1990, pp.85–88.

Mattlin Everett." Reliability Math: Manager Selection by the Numbers," *Institutional Investor*, January 1993, pp.141–142.

Maturi, Richard J. *Stock Picking: The 11 Best Tactics for Beating the Market*. McGraw-Hill, New York, 1993.

McElreath, Robert B., Jr., and Wiggins, C. Donald.," Using the Compustat Tapes in Financial Research: Problems and Solutions," *Financial Analysts Journal*, January/February 1984, pp.71–76.

Melnikoff, Meyer." Anomaly Investing," in T*he Financial Analyst's Handbook*, ed. Sumner N. Levine. Dow Jones-Irwin, Homewood, IL, 1988, pp.699–721.

Murphy Joseph E., Jr. *Revised Edition: Stock Market Probability*. Probus Publishing Company, Chicago, IL, 1994.

Newbold, Gerald D., and Poon Percy S." Portfolio Risk, Portfolio Performance, and the Individual Investor," *Journal of Finance*, Summer 1996.

Nisbett, Richard, and Ross, Lee. *Human Inference: Strategies and Shortcomings of Social Judgment*. Prentice Hall, Englewood Cliffs, NJ, 1980.

O' Barr, William M., and Conley, John M. *Fortune and Folly: The Wealth and Power of Institutional Investing*. Business-One Irwin, Homewood, IL, 1992.

O' Hanlon, John, and Ward, Charles W.R. "How to Lose at Winning Strategies," *Journal of Portfolio Management*, Spring 1986.

Oppenheimer, Henry R. " A Test of Ben Graham's Stock Selection Criteria," *Financial Analysts Journal*, September/October 1984, pp.68–74.

O'Shaughnessy, James P." Quantitative Models as an Aid in Offsetting Systematic Errors in Decision Making," St. Paul MN 1988 unpublished.

O'Shaughnessy, James P. *Invest Like the Best: Using Your Computer to Unlock*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

the Secrets of the Top Money Managers. McGraw-Hill, New York, 1994.

Paulos, John Allen. *Innumeracy: Mathematical Illiteracy and Its Consequences*. Hill and Wang, New York, 1989.

Perritt, Gerald W. *Small Stocks Big Profit*. Dearborn Financial Publishing, Chicago, IL, 1993.

Perritt, Gerald W., and Lavine, Alan. *Diversify Your Way to Wealth: How to Customize Your Investment Portfolio to Protect and Build Your Net Worth*. Probus Publishing Company, Chicago, IL, 1994.

Peter, Edgar E. *Chaos and Order in the Capital Markets: A New View of Cycles, Prices and Market Volatility*. John Wiley & Sons, New York, 1991.

Peters, Donald J. *A Contrarian Strategy for Growth Stock Investing: Theoretical Foundations and Empirical Evidence*. Quorum Books, Westport, CT, 1993.

Pettengill, Glenn N., and Jordan Bradford D. "The Overreaction Hypothesis, Firm Size, and Stock Market Seasonality," *Journal of Portfolio Management*, Spring 1990, pp. 60 – 64.

Reinganum, M. "Misspecification of Capital Asset Pricing: Empirical Anomalies Based on Earnings's Yields and Market Values," *Journal of Financial Economics*, March 1981, pp. 19 – 46.

Schwager, Jack D. *Market Wizards: Interviews with Top Traders*. Simon & Schuster, New York, 1992.

Schwager, Jack D. *The New Market Wizards*. Harper-Collins Publishers, New York, 1992.

Sharp, Robert, M. *The Lore and Legends of Wall Street*. Dow Jones-Irwin, Homewood, IL, 1989.

Siegel, Jeremy J. *Stocks for the Long Run*. Irwin Professional Publishing, Burr Ridge, IL, 1994.

Siegel, Laurence B. *Stocks, Bonds, Bills and Inflation 1994 Yearbook*, Ibbotson Associates, Chicago, IL, 1994.

Smullyan, Raymond M. *The Tao Is Silent*. Harper & Row, New York 1997.

Speidell, Lawrence S. "The New Wave Theory," *Financial Analysts Journal*, July/August 1998, pp. 9 – 12.

Speidell, Lawrence S. "Embarrassemnt and Riches: The Discomfort of Alternative

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Investment Strategies," *Journal of Portfolio Management*, Fall 1990, pp.6 – 11.

Stumpp, Mark, and Scott, James. " Does Liquidity Predict Stock Returns?" *Journal of Portfolio Management*, Winter, 1991, pp.35 – 40.

Thomas, Dana L. *The Plungers and the Peacocks: An Update of the Classic History of the Stock Market*. William Morrow, New York, 1989.

Tierney, David E., and Winston, Kenneth." Using Generic Benchmarks to Present Manager Styles," *Journal of Portfolio Managemens*, Summer 1991, pp.33 – 36.

Train, John, *The Money Masters*, Harper & Row, New York, 1985.

Train, John, *Famous Finanical Fiascos*. Clarkson N.Potter, New York, 1985.

Train, Jonh. *The New Money Masters: Winning Investment Strategies of: Soros, Lynch, Steinhardt, Rogers, Nef, Wanger, Michaelis, Carret*. Harper & Row, New York, 1989.

Treynor, Jack, L. " Information-Based Investing," *Financial Analysts Journal*, May/June 1989, pp.6 – 7.

Treynor, Jack L." The 10 Most Important Questions to Ask in Selecting a Money Manager," *Financial Analysts Journal*, May/June, 1990, pp.4 – 5.

Trippe, Robert R., and Lee, Jae K. *State-of-the-Art Portfolio Selection: Using Knowledge-Based Systems to Enhance Investment Performance*. Probus Publishing Company, Chicago, IL, 1992.

Tsetsekos, George P., and DeFusco, Richard. " Portfolio Performance Managerial Ownership, and the Size Effect," *Journal of portfolio Managements*, Spring 1990, pp.33 – 39.

Twark, Allan, and D' Mello, James P." Model Indexation: A Portfolio Management Tool," *Journal of Portfolio Management*, Summer 1991, pp.37 – 40.

Valentine, Jerome L., CFA. " Investment Analysis and Capital Market Theory," *The Financial Analysts*, Occasional Paper Number 1, 1975.

Valentine, Jerome L., CFA, and Mennis Edmund A., CFA. *Quantitative Techniques for Financial Analysis*. Richard D. Irwin, Homewood, IL, 1980.

Vandell, Robert F., and Parrino Robert. " A Purposeful Stride Down Wall Street," *Journal of Portfolio Management*, Winter, 1986, pp.31 – 39.

Vince, Ralph. *The Mathematics of Money Management*. John Wiley & Sons, New York, 1992.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Vishny, Robert W., Shleifer, Andrei, and Lakonishok, Josef. "The Structure and Performance of the Money Management Industry," in the *Brookings Papers on Economic Activity*, Microeconomics, 1992.

Watzlawick, Paul. *How Real Is Real? Confusion, Disinformation, Communication*. Vintage Books, New York, 1977.

Williams, John Burr, Ph.D. "Fifty Years of Investment Analysis," *The Financial Analysts Research Foundation*, 1979.

Wood, Arnold S. "Fatal Attractions for Money Managers," *Financial Analysts Journal*, May/June 1989, pp. 3-5.

Zeikel, Arthur. "Investment Management in the 1990s," *Financial Analysts Journal*, September/October 1990, pp. 6-9.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Index

索 引

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

A

Absolute returns 绝对收益
Active investing 积极式投资
Actuarial models 精算模型
Adjustment factor 调整因子
All Stocks 全部股票
  compound annual returns of, by decade 复合年度收益(按每十年)
  Cornerstone Growth Strategy Stocks vs. annual returns 与基本成长策略股票的对比
    base rates 基本比例
    compound annual rates of return, by decade 复合年度收益率(按每十年)
    rolling 5-year returns 滚动五年期收益
    rolling 10-year returns 滚动十年期收益
    summary return 收益概括
  definition 定义
  dividend yields on 股息率
    annual performance 年度业绩
    base rates 基本比例
    compound annual returns, by decade 复合年度收益率(按每十年)
    compound return, by dividend yield decile 复合收益率(按股息率分组后各组情况)
    high yield strategy 高股息率策略
    Sharpe risk-adjusted return ratio 夏普风险调整收益指数
    summary returns 收益概括
  earnings per share percentage changes(one-year) 每股盈利百分比变化(年度)
    annual performance 年度业绩
    base rates 基本比例
    compound annual rates of return, by decade 夏普风险调整收益指数
    decile analysis 平均分组分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Sharpe risk-adjusted return ratio 夏普风险调整收益指数
summary returns 收益概括
total return 总收益
earnings per share percentage changes(five-year) 每股盈利百分比变化(五年期)
annual performance 年度业绩
base rates 基本比例
compound annual rates of return, by decade 复合年度收益表
decile analysis 平均分组分析
Sharpe risk-adjusted return ratio 夏普风险调整收益指数
summary returns 收益概括
total return 总收益
inflation-adjusted capitalization minimums for 按通胀率调整后的市值下限水平
Large Stocks vs. 与大盘股票对比
annual returns 年度收益
base rates 基本比例
summary return 收益概括
multifactor models 多因素模型
Value Method 1 价值模型 1
Value Method 2 价值模型 2
net profit margins 净利润率
annual performance 年度业绩
base rates 基本比例
compound annual rates of return, by decade 复合年度收益率(按每十年)
compound return, by profit margin decile 复合年度收益率(按利润率分组后各组情况)
decile analysis 平均分组分析
Sharpe risk-adjusted return ratios 夏普风险调整收益指数
summary return 收益概括
total return 总收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

price-to-book ratio and returns on　市账比及相应策略收
annual performance　年度业绩
base rates　基本比例
compound annual return, by decade　复合年度收益率(按每十年)
by decile　复合年度收益率(按分组)
rolling compound 10-year returns　滚动 10 年期复合收益
Sharpe risk-adjusted return ratio　夏普风险调整收益指数
summmary returns　收益概括
price-to-cashflow ratio and returns on　价现比及相应策略收益
annual performance　年度业绩
base rates　基本比例
compound annual return, by decade　复合年度收益率(按每十年)
by decile　复合年度收益率(按分组)
rolling compound 10-year returns　滚动十年期复合收益
Sharpe risk-adjustted return ratio　夏普风险调整收益指数
summary returns　收益概括
price-to-earnings ratio and returns on　市盈率及相应策略收益
annual performance　年度业绩
base rates　基本比例
compound annual return, by decade　复合年度收益率(按每十年)
decile analysis　平均分组分析
Sharpe risk-adjusted return ratio　夏普风险调整收益指数
summary returns　收益概括
price-to-sales ratio and returns on　价售比及相应策略收益
annual performance　年度业绩
base rates　基本比例
compound annual return, by decade　复合年度收益率(按每十年)
by decile　复合年度收益率(按分组)
risk-adjusted return ratio　风险调整收益指数
rolling 10-year compound returns　滚动十年期复合收益
summary returns　收益概括
relative price strength and returns on　相对价格强度及相应策略收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

annual performance 年度业绩
base rates 基本比例
compound annual rates of return, by decade 复合年度收益率(按每十年)
compound return, by price appreciation decile 复合收益率(按价格上扬幅度分组后各组情况)
decile analysis 平均分组分析
Sharpe risk-adjusted return ratio 夏普风险调整收益指数
summary returns 收益概括
total return 总收益
return on equity (ROE) 资本收益率
annual performance 年度业绩
base rates 基本比例
compound annual rates of return, by decade 复合年度收益率(按每十年)
compound return, by decile 复合年度收益率(按分组)
decile analysis 平均分组分析
Sharpe risk-adjusted return ratios 夏普风险调整收益指数
summary returns 收益概括
total return 总收益
Small Stocks vs. 与小盘股票对比
annual performance 年度业绩
summary return 收益概括
United strategy stocks vs. 与组合策略股票对比
annual performance 年度业绩
base rates 基本比例
compound annual rates of return, by decade 复合年度收益率(按每十年)
rolling 5-year returns 滚动五年期收益
rolling 10-year returns 滚动十年期收益
summary returns 收益概括
value strategies vs. 与价值策略对比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

commpound annual rates of return, by decade　复合年度收益率(按每十年)
compound avergage annual rates of return　复合平均年度收益率
Sharpe ratios　夏普指数
standard deviation of return　收益标准差
total return　总收益
Anecdotal evidence　个别例证
Annual divedend per share by ex-date　除权日前每股红利
Annual earnings per share, excluding extraordinary items　每股盈利(除非常项目)
Annual indicated dividend yield　年度隐含股息率
Annual rebalance　投资组合年度调整
Annual relative strength　年度相对强度
Averages　平均值

B

Base rates　基本比例
Bavelas, Alex　巴弗勒斯，亚历克斯
Best Buy　最佳买入对象
Bias　偏差
look-ahead　前视
survivorship　生存
Borne, Ludwig　波恩，拉德威格
Brown, John Dennis　布朗，约翰·丹尼斯

C

Calendar year closing price　自然率收盘价
Capitalization, market(*see* Market capitalization)　市场资本额(见“市值”)
Case-by-case approach to decision making　视具体情况作出决策的方法
Cashflow　现金流
CEQL(common liquidating equity)　普通股清算价值
Clark, Frank A.　克拉克，弗兰克·A

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Common equity liquidating value　普通股清算价值
Common liquidating equity(CEQL)
Common shares outstanding　在外普通股
Compustat database　COMPUSTAT 数据库
　Large Stocks as percentage of　大盘股票所占比重
　market capitalization decade, sorted by　按市值检索
　number of stocks in　所包括股票的数量
Computerization　电脑化
Consistency　始终如一
Cornerstone Growth strategy　基本成长策略
(*See also* United Strategy)　(另见组合策略)
　annual performance　年度业绩
　base rates　基本比例
　compound annual rates of return, by decade　复合年度收益率(按每十年)
　with Large Stocks　对大盘股票的运用
　rolling 5-year returns　滚动五年期收益
　rolling 10-year returns　滚动十年期收益
　Sharpe risk-adjusted return ratio　夏普风险调整收益指数
　summary returns　收益概括
　total return　总收益
Cornerstone Value strategy　基本价值策略
(*See also* United Strategy)　(另见组合策略)
　annual performance　年度业绩
　summary returns　收益概括
　total returns on, vs. Large Stocks　总收益(与大盘股票对比)
Costs, transaction　交易成本

D

Databases, reliable　可靠的数据库
Data mining　数据提炼失误
Dawes, Robyn　多斯，罗宾

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Decile analysis　平均分组分析
Decision making　决策
(*See also* Forecasting)　(另见预测)
Depreciation-amortization　折旧－摊销
Discipline, in investing　投资的一贯性
Disraeli, Benjamin　迪斯雷利,本杰明
Dividend yields　股息率
　on All Stocks　对全部股票的运用
　　annual performance　年度业绩
　　base rates　基本比例
　　compound annual returns, by decade　复合年度收益率(按每十年)
　　compound return, by dividend yield decile　复合收益率(按股息率分组后各组情况)
　　high yield strategy　高股息率策略
　　Sharpe risk-adjusted return ration　夏普风险调整收益指数
　　summary returns　收益概括
　decile analysis　平均分组分析
　definiation　定义
　high yield strategies　高股息率策略
　on Large Stocks　对大盘股票的运用
　　annual performance　年度业绩
　　base rates　基本比例
　　compound annual returns, by decade　复合年度收益率(按每十年)
　　compound return, by divedend yield decile　复合收益率(按股息率分组后各组情况)
　　high yield strategy　高股息率策略
　　Sharpe risk-adjusted return ratio　夏普风险调整收益指数
　　summary returns　收益概括
　Market Leaders with high　高股息龙头股票
　　annual performance of Large Stocks vs.　与大盘股票年度业绩的对比
　　base rates for Large Stocks vs.　与大盘股票基本比率的对比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

rolling 5-year compound returns for Large Stocks vs. 与大盘股票滚动五年期收益的对比
rolling 10-year compound returns for Large Stocks vs. 与大盘股票滚动十年期收益的对比
Dodd, David 多德，大卫
Dow jones Industrial Average 道·琼斯工业平均数

E

Earnings per share percentage changes(one-year) 每股盈利百分比变化(年度)
All Stocks 全部股票
annual performance 年度业绩
base rates 基本比例
compound annual rates of return, by decade 复合年度收益率(按每十年)
decile analysis 平均分组分析
Sharpe risk-adjusted return ratio 夏普风险调整收益指数
summary returns 收益概括
total return 总收益
decile analysis 平均分组分析
Large Stocks 大盘股票
annual performance 年度业绩
base rates 基本比例
compound annual rates of return, by decade 复合年度收益率(按每十年)
decile analysis 平均分组分析
Earnings per share percentage changes (one-year) 每股盈利百分比变化(年度)
Sharpe risk-adjusted return ratio 夏普风险调整收益指数
summary returns 收益概括
total return 总收益
Earnings per share percentage changes(five-year) 每股盈利百分比变化(五年期)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

All Stocks 全部股票
annual performance 年度业绩
base rates 基本比例
compound annual rates of return, by decade 复合年度收益率(按每十年)
decile analysis 平均分组分析
Sharpe risk-adjusted return ratio 夏普风险调整收益指数
summary returns 收益概括
total return 总收益
decile analysis 平均分组分析
Large Stocks 大盘股票
annual performance 年度业绩
base rates 基本比例
compornd annual rates of return, by decade 复合年度收益率(按每十年)
decile analysis 平均分组分析
Sharpe risk-adjusted return ratio 夏普风险调整收益指数
summary returns 收益概括
total return 总收益
Explicit methods 明确的方法

F

Faust, David 福斯特, 大卫
Fisher, Ken 费希尔, 肯
Five-year compound growth rate: 五年复合增长率
for earnings per share 每股盈利
for sales 销售额
Forecasting 预测
base rates, use of 基本比率的应用
case-by-case approach to 根据具体情况
and complexity 复杂性
intuitive approach to 依靠直觉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

and limitations of human judgment　与人类判断能力局限性的关系
minimum /maximum expected returns　最低/最高预期收益
models for　预测模型
personal experience in　个人经验的作用
quantitative approach to　定量方法
and successful investing　与成功投资的关系
Formulas　公式

G

Goethe, Johann Wolfgang von　歌德，约翰·沃尔夫冈·冯
Goldberg, L. R.　戈德伯格，L. R.
Gorbachev, Mikhail　戈尔巴乔夫，米哈伊尔
Graham, Ben　格拉汉，本
Growth investors　侧重成长性的投资者
Growth Model 1　成长模型 1
Growth Model 2　成长模型 2
"Gut feelings,"　感觉

H

Henry, Patrick　亨利，帕特里克
Human factors, in stock prices　股价中人的因素
Human judgment, limitations of　人类判断能力的局限性
Huxley, Aldous　赫克斯利，奥尔德斯
Huxley, Thomas　赫胥黎，托马斯

I

Income before extra items　非常项目前收入
Indexing /index funds　指数基金/盯住指数
Inflation　通货膨胀
Intuitive approach, to forecasting　依靠直觉进行预测
Investing　投资
active vs. passive　主动型与被动型

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

and computerization 与电脑化的关系
consistency in 一贯性
and discipline
failure of traditional 传统投资的问题
growth investing 成长性投资
indexing 指数化
time frame for 投资的期限
value investing 价值投资
Investment methods(*See also* Strategies) 投资方法(另见 策略)
evaluating 评估
pitfalls of 问题

J

Johnson,Samuel 约翰逊,塞缪尔

K

Kierkegaard,Soren 基尔克加德,索伦

L

Lao Tzu 老子
Large Stocks 大盘股票
annual performance of ,vs. Market Leaders 与龙头股票年度业绩的对比
annual returns for,vs. All Stocks 与全部股票年度业绩的对比
base rate for,vs. All Stocks 与全部股票基本比例的对比
compound annual returns on,by decade 复合年度收益率(按每十年)
Cornerstone Growth strategy with 基本成长策略对大盘股票的运用
definition 定义
dividend yields on 股息率
annual performance 年度业绩
base rates 基本比例
compound annual returns,by decade 复合年度收益率(按每十年)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

compound return, by divedend yield decile
复合年度收益率(按股息率分组后各组的情况)
high yield strategy 高股息率策略
Sharpe risk-adjusted return ratio 夏普风险调整收益指数
summary returns 收益概括
earnings per share percentage changes(one-year)
每股盈利百分比变化(年度)
annual performance 年度业绩
base rates 基本比例
compound annual rates of return, by decade
复合年度收益率(按每十年)
decile analysis 平均分组分析
Sharpe risk-adjusted return ratio 夏普风险调整收益指数
summary returns 收益概括
total return 总收益
earnings per share percentage changes (five-year)
每股盈利百分比变化(五年期)
annual performance 年度业绩
base rates 基本比例
compound annual rates of return, by decade
复合年度收益率(按每十年)
decile analysis 平均分组分析
Sharpe risk-adjusted return ratio 夏普风险调整收益指数
summary returns 收益概括
total return 总收益
net profit margins 净利润率
annual performance 年度业绩
base rates 基本比例
compound annual rates of return, by decade
复合年度收益率(按每十年)
compound return, by profit margin decile
复合收益率(按利润率分组后各组的情况)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

decile analysis　平均分组分析
Sharpe risk-adjusted return ratios　夏普风险调整收益指数
summary returns　收益概括
total return　总收益
as percentage of Compustat　在 COMPUSTAT 数据库中所占的比重
price-to-book ratio and returns on　市账比及相应策略收益
annual performance　年度业绩
base rates　基本比例
compound annual return, by decade　复合年度收益率(按每十年)
by decile　复合年度收益率(按分组)
Sharpe risk-adjusted return ratio　夏普风险调整收益指数
summary returns　收益概括
price-to-cashflow ratio and returns on　价现比及相应策略收益
annual performance　年度业绩
base rates　基本比例
compound annual return, by decade　复合年度收益率(按每十年)
by decile　复合年度收益率(按分组)
Sharpe risk-adjusted return ratio　夏普风险调整收益指数
summary returns　收益概括
price-to-earnings ratio and returns on　市盈率及相应策略收益
annual performance　年度业绩
base rates　基本比例
compound annual return, by decade　复合年度收益率(按每十年)
by PE decile　复合年度收益率(按市盈率分组)
Sharpe risk-adjusted return ratio　夏普风险调整收益指数
summary returns　收益概括
price-to-sales ratio and returns on　价售比及相应策略收益
annual performance　年度业绩
base rates　基本比例
compound annual return, by decade　复合年度收益率(按每十年)
by decile　复合年度收益率(按分组)
risk-adjusted return raito　风险调整收益指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

rolling 10-year compound returns 滚动 10 年期复合收益率
summary returns 收益率概括
relative price strength 相应价格强度
annual performance 年度业绩
base rates 基础比例
compound annual rates of return, by decade 复合年度收益率(按每十年)
compound reutun, by price appreiation analysis 复合收益率(按价格上扬幅度分组后各组情况)
decile analysis 平均分组分析
Sharpe risk-adjusted return ratio 夏普风险调整收益指数
summary returns 收益概括
total return 总收益
return on equity(ROE) 资本收益率
annual performance 年度业绩
base rates 基本比例
compound annual rates of return, by decade 复合年度收益率(按每十年)
compound return, by decile 复合收益率(按分组)
decile analysis 平均分组分析
Sharpe risk-adjusted return ratios 夏普风险调整收益指数
summary returns 收益概括
total return 总收益
summary return of All Stocks vs. 与全部股票收益的总体对比
summary return of Market Leaders vs. 与龙头股票收益的总体对比
United strategy stocks vs. 与组合策略股票的对比
annual performance 年度业绩
base rates 基本比例
compound annual rates of return, by decade 复合年度收益率(按每十年)
summary returns 收益概括
value strategies vs. 与价值策略的对比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

compound annual rates of return, by decade　复合年度收益率(按每十年)
compound average annual rates of return　复合年度平均收益率
Sharpe ratios　夏普指数
standard deviation of return　收益标准差
total return　总收益
Lessing, Gotthold　莱辛，戈特哈德
Look-ahead bias　前视偏差
avoiding　偏差的避免
Lynch, Peter　林奇，彼得

M

Mann, Thomas　曼，托马斯
Market capitalization　市值
decile sorting of stocks by　按市值对股票分组
formula for　市值计算公式
ranking stocks by　按市值对股票排序
stock performance and size of　股票业绩与市值
Market Leaders　龙头股票
as alternative to S & P 500　替代标准普尔 500 指数
annual performance of, vs. Large Stocks　与大盘股票年度业绩的对比
and bull markets　与牛市的关系
compound annual returns of, by decade　复合年度收益率(按每十年)
definition　定义
and dividend yields　与股息率
with high dividend yields
annual performance of Large Stocks vs.
base rates for Large Stocks vs.　与大盘股票基本比率的对比
rolling 5-year compound returns for Large Stocks vs.　与大盘股票滚动 5 年期复合收益率的对比
rolling 10-year compound returns for Large Stocks vs.　与大盘股票滚动 10 年期复合收益的对比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

with high PE ratio 高市盈率龙头股票
annual performance of Large Stocks vs. 与大盘股票年度业绩的对比
Sharpe risk-adjusted return ratios on Large Stocks vs. 与大盘股票夏普风险调整收益指数对比
total return on Large Stocks vs. 与大盘股票总收益的对比
with low PE ratio 低市盈率时的情况
annual performance of Large Stocks vs. 与大盘股票年度业绩的对比
Sharpe risk-adjusted return ratios on Large Stocks vs. 与大盘股票夏普风险调整收益指数对比
total return on Large Stocks vs. 与大盘股票总收益的对比
and PE ratios 与市盈率的关系
summary return of Large Stocks vs. 与大盘股票收益的总体对比
McGovern, George 麦戈文，乔治
McLuhan, Marshall 麦克卢汉，马歇尔
Meehl, Paul 米尔，保罗
Menchen, H. L. 门肯，H. L.
Microcapitalization stocks 超小盘股
Minnesota Multiphasic Personality Inventory(MMPI) 明尼苏达综合个性目录
Models, for decision making 决策模型
Morningstar Mutual Fund 晨星共同基金
Multifactor models 多因素模型
All Stocks 全部股票
Value Method 1 价值模型 1
Value Method 2 价值模型 2
earnings gains 盈利增长
one-year price appreciation combined with 结合一年期股价上扬因素
PE ratio combined with 结合市盈率因素
ROE combined with 结合资本收益率因素
effectiveness of 有效性
Large Stocks 大盘股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

price-to-book ratio, one-year price, appreciation combined with 市账比，结合一年期股价上扬因素
price-to-earnings ratio 市盈率
earnings gains combined with 结合盈利增长因素
one-year price appreciation combined with 结合一年期股价上扬因素
price-to-sales ratio, relative strength combined with 价售比，结合相对强度因素
All Stocks 全部股票
Large Stocks 大盘股票
relative strength 相对强度
one-year price appreciation combined with 结合一年期股价上扬因素
price-to-sales ratio combined with 结合价售比
return on equity 资本收益率
earnings gains combined with 结合盈利增长因素
relative strength combined with 结合相对强度
Sharpe risk-adjusted return ratios 夏普风险调整收益指数
total returns 总收益

N

Napoleon 拿破仑
Neff, John 内夫，约翰
Net profit margins 净利润率
All Stocks 全部股票
annual performance 年度业绩
base rates 基本比例
compound annual rates of return, by decade 复合年度收益率(按每十年)
compound return, by profit margin decile 复合收益率(按利润率分组后各组情况)
decile analysis 平均分组分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Sharpe risk-adjusted return ratios 夏普风险调整收益指数
summary returns 收益概括
total return 总收益
decile analysis 平均分组分析
Large Stocks 大盘股票
annual performance 年度业绩
base rates 基本比例
compound annual rates of return, by decade 复合年度收益率(按每十年)
compound return, by profit margin decile 复合收益率(按利润率分组后各组情况)
decile analysis 平均分组分析
Sharpe risk-adjusted return ratios 夏普风险调整收益指数
summary returns 收益率概括
total return 总收益
Newbould, Gerald 纽博尔德,杰拉尔德
Newton, Isaac 牛顿,伊萨克

O

Objective rules 客观规则
Ockham's Razor 奥克汉姆剃刀
One-year sales gain 一年期销售额增长
O'Shaughnessy Capital Management, Inc. 奥肖内西基金管理公司
O'Shaughnessy Funds 奥肖内西基金
Out-of-sample holdout period 样本外对比期

P

Passive indexing 被动盯住指数
Passive investing 被动型投资
Pelli, Cesar 佩利,西泽
PE ratios(*see* Price-to-earnings ratios) 市盈率
Polaroid 宝丽来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Poon, Percy　波恩，伯斯
Pope, Alexander　波普，亚历山大
Portfolios　投资组合
Predictions　预计
Pretax income　税前收入
Pretax profit margin　税前利润率
Price strength, relative (see Relative strength)　价格强度，相对（见相对强度）
Price-to-book ratios　市账比
definition　定义
high ratio, returns on stocks with　高市账比股票的收益率
low ratio, returns on stocks with　低市账比股票的收益率
multifactor model combining one-year price appreciation with　将市账比与一年期股价上扬相结合的多因素模型
and returns on All Stocks　市账比与全部股票收益
annual performance　年度业绩
base rates　基本比例
compound annual return, by decade　复合年度收益率（按每十年）
by decile　复合年度收益率（按分组）
rolling compound 10-year returns　滚动10年期复合收益率
Sharpe risk-adjusted return ratio　夏普风险调整收益指数
summary returns　收益概括
and returns on Large Stocks　市账比与大盘股票
annual performance　年度业绩
base rates　基本比例
compound annual return, by decade　复合年度收益率（按每十年）
by decile　复合年度收益率（按分组）
Sharpe risk-adjusted return ratio　夏普风险调整收益指数
summary returns　收益概括
Price-to-cashflow ratio　价现比
definition　定义
high ratio, returns on stocks with　高价现比股票的收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

low ratio, returns on stocks with 低价现比股票的收益
and returns on All Stocks 价现比与全部股票的收益
annual performance 年度业绩
base rates 基本比例
compound annual return, by decade 复合年度收益率(按每十年)
by decile 复合年度收益率(按分组)
rolling compound 10-year returns 滚动10年期复合收益率
Sharpe risk-adjusted return ratio 夏普风险调整收益指数
summary returns 收益率概括
and returns on Large Stocks 价现比与大盘股票收益的关系
annual performance 年度业绩
base rates 基本比例
compound annual return, by decade 复合年度收益率(按每十年)
by decile 复合年度收益率(按分组)
Sharpe risk-adjusted return ratio 夏普风险调整收益指数
summary returns 收益概括
Price-to-earnings ratios(PE ratios) 市盈率
annual performance 年度业绩
definition 定义
high ratio, returns on stocks with 高市盈率股票的收益
low ratio, returns on stocks with 低市盈率股票的收益
Market Leaders 龙头股票
Market Leaders with high annual performance of Large Stocks vs.
高市盈率龙头股票与大盘股票年度业绩的对比
Sharpe risk-adjusted return ratios on Large Stock vs.
与大盘股票夏普指数的对比
total return on Large Stocks vs. 与大盘股票总收益的对比
Market Leaders with low annual performance of Large Stocks vs.
低市盈率龙头股票与大盘股票年度业绩的对比
Sharpe risk-adjusted return ratios on Large Stocks vs.
与大盘股票夏普指数的对比
total return on Large Stocks vs. 与大盘股票总收益的对比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

multifactor models　多因素模型
Large Stocks　大盘股票
price-to-sales ratios and price-to-earnings ratio　价售比与市盈率
relative strength and price-to-earnings ratio　相对强度与市盈率
and returns on All Stocks　与全部股票收益的关系
annual performance　年度业绩
base rates　基本比例
compound annual return, by decade　复合年度收益率(按每十年)
by PE decile　复合年度收益率(按分组)
Sharpe risk-adjusted return ratio　夏普风险调整收益指数
summary returns　收益概括
and returns on Large Stocks　与大盘股票收益的关系
annual performance　年度业绩
base rates　基本比例
compound annual return, by decade　复合年度收益率(按每十年)
by PE decile　复合年度收益率(按市盈率分组后各组情况)
Sharpe risk-adjusted return ratio　夏普风险调整收益指数
summary returns　收益概括
summary returns　收益概括
Price-to-sales ratio(PSR):　价售比
definition　定义
high ratio, returns on stocks with　高价售比股票的收益
low ratio, returns on stocks with　低价售比股票的收益
relative strength combined with　结合相对强度
and returns on All Stocks　价售比与全部股票收益的关系
annual perofrmance　年度业绩
base rates　基本比例
compound annual return, by decade　复合年度收益率(按每十年)
by decile　复合年度收益率(按分组)
risk-adjusted return ratio　风险调整收益指数
rolling 10-year compound returns　滚动 10 年期复合收益率
summary returns　收益概括

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

and returns on Large Stocks　价售比与大盘股票收益的关系
annual performance　年度业绩
base rates　基本比例
compound annual return, by decade　复合年度收益率(按每十年)
by decile　复合年度收益率(按分组)
risk-adjusted return ratio　风险调整收益指数
rolling 10-year compound returns　滚动 10 年期复合收益率
summary returns　收益概括
Profit margins, net(*see* Net profit margins)　利润率，净(见净利润率)
PSR(*see* Price-to-sales ratio)　价售比
Public rules　公开规则

Q

Quantitative approach, to forecasting　预测的定量方法

R

Random walk theory　随机行走理论
Ranking, definition of　排序的定义
Ranking of strategies　策略的排序
by absolute return　按绝对收益
by risk　按风险
by risk-adjusted return　按风险调整收益
by Sharpe ratio　按夏普指数
by standard deviation　按收益标准差
summary returns　收益概括
total return　总收益
Rebalance, annual　年度组合调整
Relative strength(RS)　相对强度
All Stocks　全部股票
annual performance　年度业绩
base rates　基本比例

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

compound annual rates of return, by decade 复合年度收益率(按每十年)
compound return, by price appreciation decile 复合收益率(按股价上扬分组后各组情况)
decile analysis 平均分组分析
Sharpe risk-adjusted return ratio 夏普风险调整收益指数
summary returns 收益概括
total return 总收益
decile analysis 平均分组分析
Large Stocks 大盘股票
annual performance 年度业绩
base rates 基本比例
compound annual rates of return, by decade 复合年度收益率(按每十年)
compound return, by price appreciation decile 复合收益率(按股价上扬分组后各组情况)
decile analysis 平均分组分析
Sharpe risk-adjusted return ratio 夏普风险调整收益指数
summary returns 收益概括
total return 总收益
multifactor models 多因素模型
price-to-earnings ratios and relative strength 市盈率与相对强度
price-to-sales ratio and relative strength 价售比与相对强度
Reliability, of databases 数据库的可靠性
Reliability mathematics 可靠数学
Reliable methods 可靠方法
Return on equity(ROE) 资本收益率
All Stocks 全部股票
annual performance 年度业绩
base rates 基本比例
compound annual rates of return, by decade 复合年度收益率(按每十年)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

compound return, by decile 复合收益率(按分组)
decile analysis 平均分组分析
Sharpe risk-adjusted return ratios 夏普风险调整收益率
summary returns 收益概括
total return 总收益
decile analysis 平均分组分析
definition 定义
Large Stocks 大盘股票
annual performance 年度业绩
base rates 基本比例
compound annual rates of return, by decade 复合年度收益率(按每十年)
compound return, by decile 复合收益率(按分组)
decile analysis 平均分组分析
Sharpe risk-adjusted return ratios 夏普风险调整收益指数
summary returns 收益概括
total return 总收益
multifactor models 多因素模型
earnings gains combined with ROE 盈利增长结合资本收益率
relative strength combined with ROE 相对强度结合资本收益率
Returns 收益
absolute vs. risk-adjusted 绝对收益与风险调整收益
calculation of 收益的计算
Risk, and reward 风险与收益
Risk-adjusted returns 风险调整收益
by market capitalization 不同市值股票的收益
uniting strategies for best 组合各种策略以实现最佳收益
ROE(*see* Return on equity) 资本收益率
RS(*see* Relative strength) 相对强度
Runyon, Damon 鲁尼思,戴蒙

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

S

Sales 销售额
Sawyer, Jack 索耶，杰克
Sharpe ratio 夏普指数
  ranking of strategies by 按夏普指数对各种策略进行排序
Simplicity, and successful investing 简单性与成功投资
Small capitalization stocks 小盘股票
Small Stocks: 小盘股票
  annual performance of, vs., All Stocks 与全部股票年度业绩的对比
  compound annual returns of, by decade 复合年度收益率(按每十年)
  definition 定义
  summary return of All Stocks vs. 与全部股票收益的总体对比
Standard and Poor 500(S&P 500) 标准·普尔 500 指数
  annual returns of All Stocks /Large Stocks vs.
    全部股票/大盘股票与标准普尔 500 指数年度业绩的对比
  compound annual returns of, by decade 复合年度收益率(按每十年)
  Market Leaders as alternative to
    龙头股票对标准·普尔 500 指数的替代作用
  summary return of All Stocks /Large Stocks vs.
    全部股票/大盘股票与标准普尔 500 指数收益的总体对比
Stock prices, human factor in 股价中人的因素
Strategies 策略
  importance of always using 始终运用策略的重要性
  multiple 多重策略
  proven long-term 经过考验的长期策略
  riskiest 风险最高的策略
Survivorship bias 生存偏差
Szent-Gyorgyi, Albert 詹特－基尔基，艾伯特

T

Taoism 道家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Time frame for investing 投资的时间期限
Time horizon 投资时间长短的考虑
Transaction costs 交易成本
Twain, Mark 吐温,马克

U

United strategy 组合策略
All Stocks vs. 与全部股票的对比
annual performance 年度业绩
base rates 基本比例
compound annual rates of return, by decade 复合年度收益率(按每十年)
rolling 5-year return 滚动五年收益率
rolling 10-year returns 滚动十年收益率
summary returns 收益概括
Large Stocks vs. 与大盘股票的对比
annual performance 年度业绩
base rates 基本比例
compound annual rates of return, by decade 复合年度收益率(按每十年)
summary returns 收益概括
Sharpe risk-adjusted returns 夏普风险调整收益
total return 总收益
Universe 样本空间

V

Value investors 侧重投资价值的投资者
Value Method 价值方法 1
annual performance 年度业绩
base rates 基本比例
compound annual rates of return, by decade 复合年度收益率(按每十年)
summary returns 收益概括

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

total return 总收益
Value Method 价值方法2
annual performance 年度业绩
base rates 基本比例
compound annual rates of return, by decade 复合年度收益率(按每十年)
summary returns 收益概括
total return 总收益
Value strategies 价值策略
All Stocks 全部股票
compound annual rates of returns, by decade 复合年度收益率(按每十年)
compound average annual rates of return 复合年度平均收益率
Sharpe ratios 夏普指数
standard deviation of return 收益标准差
total return 总收益
and consistency 价值策略与一贯性
Large Stocks 大盘股票
compound annual rates of return, by decade 复合年度收益率(按每十年)
compound average annual rates of return 复合年度平均收益率
Sharpe ratios 夏普指数
standard deviation of return 收益标准差
total return 总收益
and risk 价值策略与风险
Vanguard Index 500 范加德500指数
Voltaire 伏尔泰

W

Ward, Artemus 沃德，阿特穆斯
William of Ockham 奥克汉姆的威廉姆
Winchell, Walter 温切尔，沃尔特
Wu Wei 无为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

译者后记

证券投资分析一般分为两大类：基本分析和技术分析，前者强调从公司的基本面着眼，根据一系列经营与财务数据判别股票的投资价值；后者则单纯从反映股价走势的各项技术指标出发，找出涨跌规律。与此相对应，华尔街的证券投资分析师们也划分成两大阵营：基本分析派和技术分析派。本书作者无疑是笃信基本分析的专家。他搜集了美国跨度几十年的大量公司股票样本数据，根据需要精心归类整理，运用连贯一致的检验方法，证实了基本分析中具有一般性的观点。

本书的最大特点就在于通篇充满了非常实证的色彩。作者观点精当且言之有据，结论具有较高的实战应用价值。透过看似简单的证券投资策略，我们可以看到投资大师们过人的智慧、扎实的理论功底以及对市场近乎崇拜般的信赖。这对走向成熟的中国证券市场和证券投资者来说，不无借鉴意义。

当然，该书涉及的是美国成熟的证券市场的投资运作经验，因而读者在具体应用中应结合实际选择取舍。

本书的翻译工作安排如下：徐翌成（1—12 章、索引），王丹（13—14 章），綦相（15—18 章），匡晓明（19—21 章）。最后由徐翌成统稿。

限于译者的学识水平，译文难免有疏漏纰缪之处，敬请读者指正。

译者谨识

1999 年 10 月